

醉翁何意？科技巨头反垄断影响分析

科技反垄断专题

华西计算机团队

2020年11月15日

分析师：刘泽晶

SAC NO: S1120520020002

邮箱：liuzj1@hx168.com.cn

联系人：刘忠腾

邮箱：liuzt@hx168.com

Tel: 13911090484

联系人：孔文彬

邮箱：kongwb@hx168.com

Tel: 13501696124

联系人：吴祖鹏

邮箱：wuzp@hx168.com

Tel: 18565881949

核心观点

➤ 醉翁之意不在酒：科技巨头遭受反垄断调查和处理不鲜见，市值多数只是短暂影响，后创新高居多

我们回顾1960年以来的各种科技巨头的垄断事件，每家科技巨头市值当时受到较大影响，但长期看市值依然跑赢指数（IBM除外）。且每次反垄断事件后，都没有明显影响科技IPO，融资等节奏

科技业的反垄断往往出现在封闭生态造成的市场和价格垄断，我们认为出台反垄断是政府担心巨头长期垄断抑制创新和新应用的推广，不在打击某家公司。但如果科技巨头自身积极创新变革，则反垄断意义不大

➤ 积极拥抱产业变化，科技转型才是长期增长动力

我们看到多数科技巨头在遭受反垄断调查或被分拆相关业务后，积极做强其核心业务或顺应科技行业发展规律转型，最终实现业绩和市值新高。可见，反垄断并不会对一家巨头的核心竞争力造成毁灭性打击，最重要的是拥抱产业变化，顺应需求方向

➤ 科技反垄断20年一轮回？

纵观科技发展史，从力度和频率看大概每20年左右会出现力度较大且频率较高的反垄断调查和事件，前两次分别出现在1870-80年，以及2000年前后。进入2020年，美国和中国的科技巨头再次出现比较集中的反垄断事件

➤ 我国科技产业正处于第一轮垄断形成期

我国科技业起步较晚，但经过2010年后的互联网红利，第一批垄断性科技公司正在形成，但还远没有达到当时海外科技巨头的垄断程度。我们认为《平台经济反垄断指南》的出台意在预防平台公司的可能的垄断，而不在打压行业或某个公司



目录

01 复盘：科技反垄断事件以及影响

02 梳理：全球典型科技巨头的兴衰

03 对标：中国与全球科技巨头影响

04 风险提示



01

科技反垄断：醉翁之意不在酒

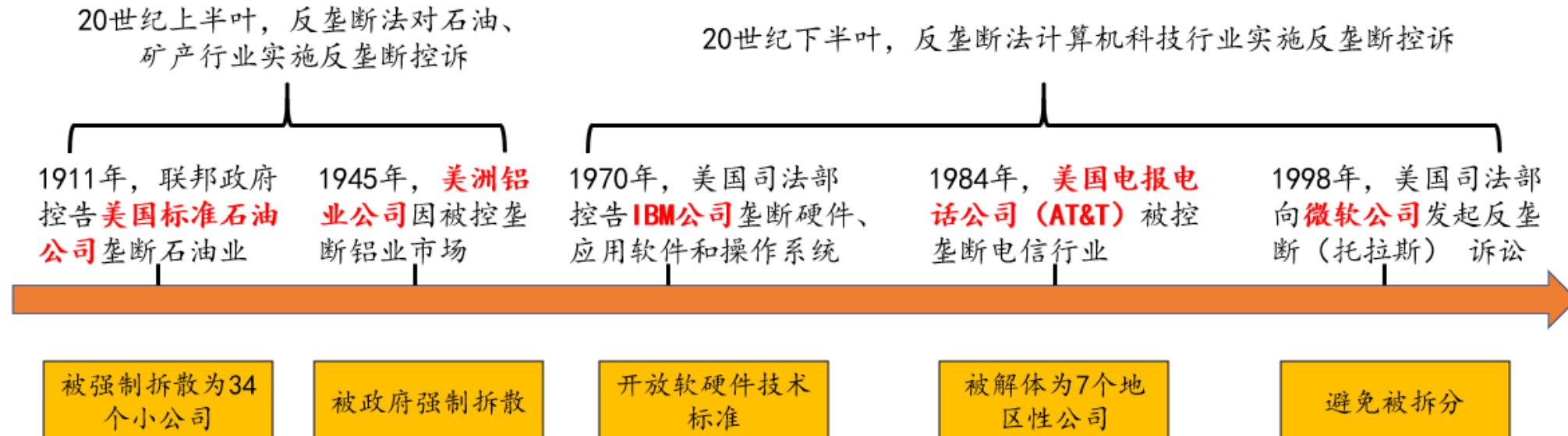
复盘：科技反垄断事件以及影响

1.1 复盘美国反垄断百年史，五大案例垄断集团多以失败告终

◆ 美国反垄断百年史

- ✓ **托拉斯的形成**：托拉斯最早于1882年在美国产生，此后数年间得到迅速发展，并在美国的工业部门中占居了支配地位，美国被称为“托拉斯帝国”。
- ✓ **反垄断法的制定**：1890年7月2日，美国联邦国会通过《谢尔曼反托拉斯法》。该法主要为禁止限制性贸易作法及垄断贸易的行为。
- ✓ **5大著名反垄断事件**：复盘反垄断法成立以来的历史，20世纪出现了包括美国标准石油、美洲铝业公司、IBM、AT&T、微软公司在内的5大反托拉斯事件，其中前4个案例均以失败告终，唯有微软因全球互联网泡沫避免了被分拆的命运

美国20世纪最著名的5次反垄断法控诉案例



1.2 IBM：蓝巨人百年巨轮，反垄断被迫开放软硬件技术标准

◆ 蓝巨人IBM百年巨轮，反垄断被迫开放软硬件技术标准

- ✓ 1911年，IBM成立，全称是国际商业机械公司，发展初期的主要业务为商用打字机。
- ✓ 1929年，经济大萧条，IBM依靠打孔机、制表机艰难生存。
- ✓ 1945年，IBM成为美国空军自动防御系统电脑发展的主要承包商，研制了全世界第一台继电器式计算机。
- ✓ 1964年，IBM推出system360，世界上首个指令集可兼容计算机。
- ✓ 1967年，IBM控制了美国商业通用计算机76%的市场份额

◆ 反垄断法迫使IBM开放技术标准

- ✓ 1969年，政府提出诉讼，控告IBM“企图垄断，并且已经垄断了“用于一般目的的数字计算机”，违反了《谢尔曼法》第二条”。
- ✓ 1970年，IBM宣布一项重大改变，把向用户捆绑式销售软件和服务的模式，改为分别计价销售，史称“价格分离”。IBM开放IBM/PC，CPU采购自英特尔，操作系统由微软编写，同时开放软硬件技术标准，允许中小企业制造IBM/PC兼容机。
- ✓ 从此，IBM/PC消失了，IBM/PC的兼容机（我们今天熟知的Windows电脑）成为市场主流。

IBM PC system360与IBM 兼容机80486



**IBM PC:
system360**

**IBM 兼容机:
80486**



1.3 AT&T：三次反垄断下，从曾经的辉煌走向多次拆分

三次反垄断下，从曾经的辉煌走向多次拆分

AT&T 和贝尔实验室辉煌

- ✓ 1875年，伟大的电话之父贝尔，发明了电话
- ✓ 1877年，美国贝尔电话公司成立，即AT&T
- ✓ 1880年，贝尔电话公司正式开始经营长途电话业务。
- ✓ 1925年，AT&T成立了贝尔实验室。这里曾出过8位诺贝尔奖得主，获得过两万五千多项专利，晶体管、激光器、数字交换机等均来自贝尔实验室。

三次反垄断与AT&T拆分

- ✓ 1913年，美国司法部的金斯基协议，AT&T不得不收敛扩张。
- ✓ 1925年，AT&T被迫和加拿大电话业务分离，专注美国市场。
- ✓ 1949年，美国政府启动了针对AT&T的第二次反垄断诉讼。
- ✓ 1974年，美国政府启动了针对AT&T的第三次反垄断诉。
- ✓ 1984年，AT&T被迫第一次分家，分出了另外七家小贝尔公司。

自我拆分与转折

- ✓ 1994年，AT&T的营业额一度达到700亿美元。
- ✓ 1995年，AT&T的转折点，AT&T拆分朗讯、AT&T、NCR三家公司，自此AT&T再也没有出现震动世界的发明。
- ✓ 1996年，跟随着AT&T拆分，贝尔实验室一分为二。
- ✓ 2001年，朗讯公司不得不关闭贝尔实验室几乎所有的研究部门。
- ✓ 2006年，朗讯被法国的阿尔卡特收购。当时的市值还不到1996年上市时的水平，只有其峰值的二十分之一

1.4 AT&T：全盛时期绝对垄断，反垄断拆分后市占率急剧下降

◆ AT&T全盛时期：

- ✓ AT&T控制了掌握了 95%以上的各类长途电话业务，提供 85% 的地方电话线路，并销售全国大部分电话设备。
- ✓ 拥有的各公司联合体（通常称为贝尔系统）包括贝尔电话实验室、西方电器公司和23 家贝尔营业公司

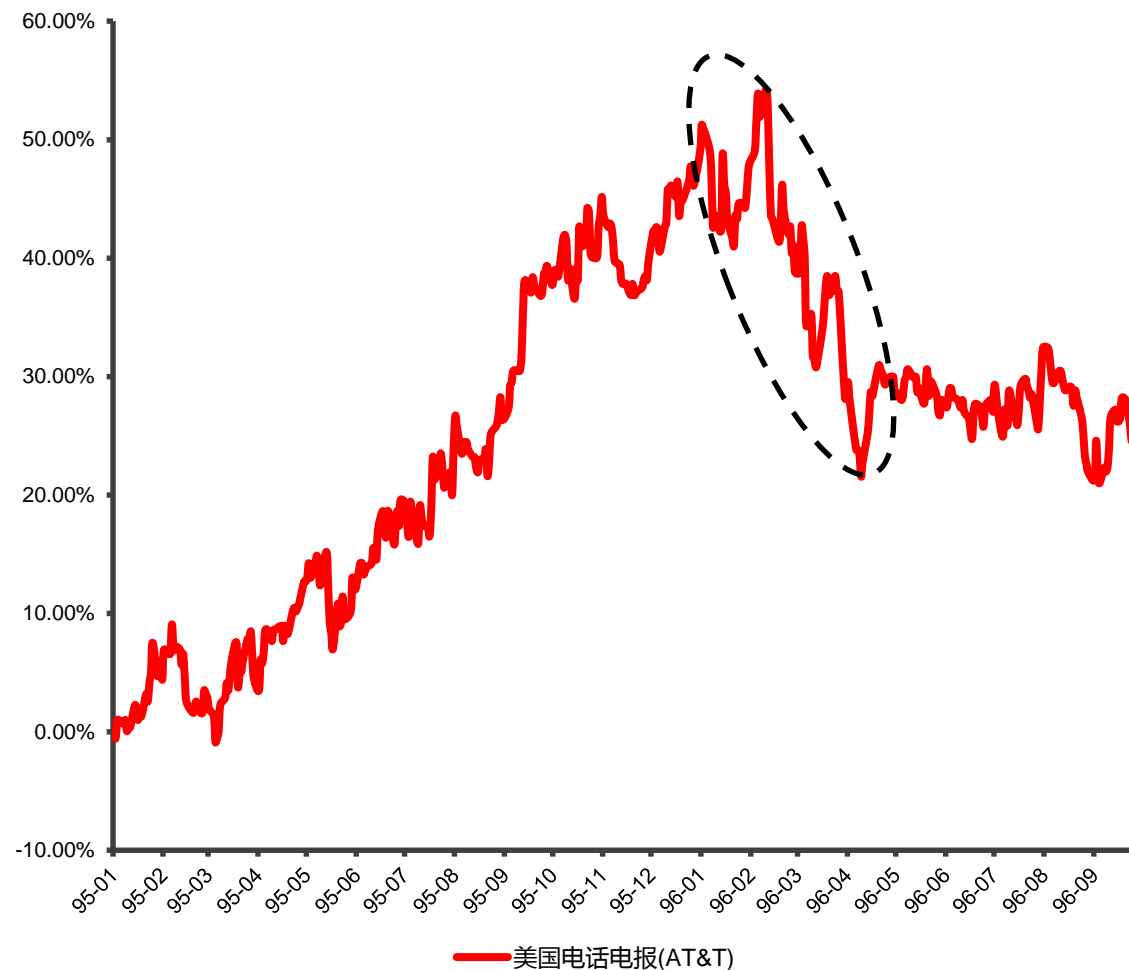
◆ AT&T的肢解：

- ✓ 1984年1月1日联邦法院认为AT&T公司不允许其它公司进入其本地电话网络，违反了《谢尔曼法》第2条，将AT&T肢解为贝尔实验室和7个地区性公司。

✓ AT&T拆分的影响：

- ✓ AT&T由于本地电话网络被分离竞争优势逐渐消失。
- ✓ 竞争迅速白热化，AT&T的市场份额不断受到MCI和Sprint两家经营长话公司的蚕食而急速滑落。
- ✓ AT&T的市场占有率从1984年的超过90%下降到1989年的50%，美国的电话通话价格到20世纪80年代末下降了40%。

1995-1996年AT&T一分为三，从此由盛转衰

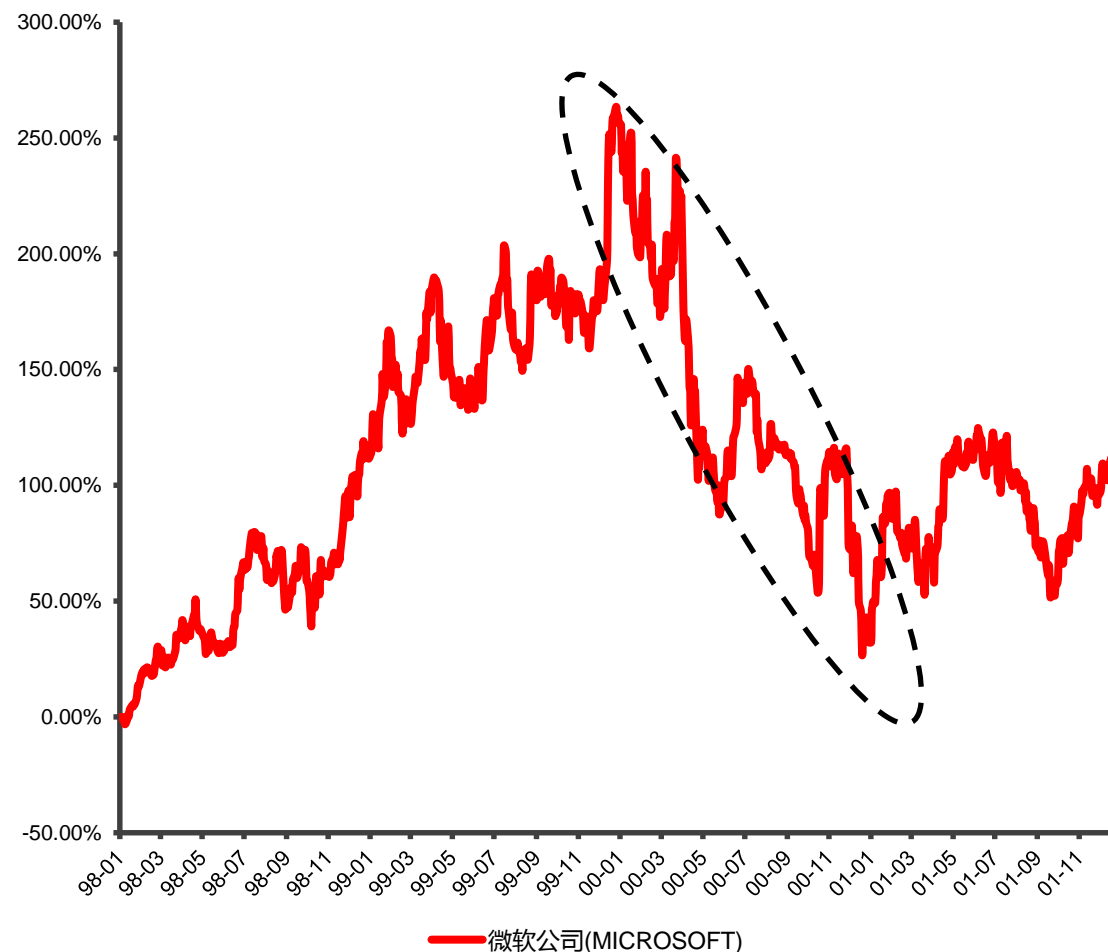


1.5 微软：遭反垄断诉讼，受益互联网泡沫破灭避免被拆分

- ◆ **微软遭反垄断诉讼，一审判定一分为二**
 - ✓ 1998年5月18日，美国司法部经过数月的调查，向微软发起反垄断（托拉斯）诉讼。
 - ✓ 1999年12月8日，美国19州和司法部再一次起诉微软公司违背反垄断法《舍曼法》
 - ✓ 2000年4月4日，联邦法官杰克逊判定微软违反了反垄断法，把捆绑销售作为阻碍竞争的手段，维持微软的垄断地位。
 - ✓ 2000年6月8日，微软被裁定一份为二。一个专营电脑操作系统，另一个则经营除去操作系统外微软目前所经营的其它内容，包括Office系列应用软件、IE浏览器等。

- ◆ **微软上诉最高法院，受益互联网泡沫破灭避免被拆分**
 - ✓ 2000年7月27日，微软上诉最高法院，提出对杰克逊法官审案公正性的质疑。
 - ✓ 2001年1月15日，美国司法部和19州坚持拆分微软。
 - ✓ 2001年6月28日，上诉法庭推翻杰克逊法官的判决，由另一个法官重新审理此案。
 - ✓ 2001年9月7日，美国司法部表示不再要求对微软进行拆分。
 - ✓ 2001年11月1日，美国司法部和微软达成过渡性协议。

1998-2001年，反垄断法导致公司股价大幅下滑



1.6 微软：凭借垄断，通过免费、抄袭、捆绑等手段打击竞争对手

- ◆ 在微软如日中天的90年代，其在个人电脑操作系统上有绝对垄断地位。这段时间只有两家公司曾经威胁到了它的统治地位。一家叫做网景 (Netscape)，一家叫做Sun。
 - ✓ 网景开发了第一个商用浏览器Netscape Navigator。Sun发明了互联网时代的第一程序语言Java。
- ◆ 微软通过免费、抄袭、捆绑等方式打击竞争对手
 - ✓ **免费**：网景公司浏览器商业用途是要收费的，而微软的IE浏览器对个人和商业用途统统免费。
 - ✓ **抄袭**：微软抄袭开发出Java虚拟机 (JVM)，采取了一系列措施来“尽可能的加大Java应用程序跨平台移植的难度”。
 - ✓ **捆绑**：微软利用自己在操作系统上的垄断地位，威逼利诱主机生产商安装绑定IE浏览器的windows操作系统，甚至胁迫另一个巨头Intel公司停止协助Sun对Java这个新兴技术进行改进。

20世纪90年代美国最大的2个竞争对手：网景、Sun



Microsoft

VS



Netscape

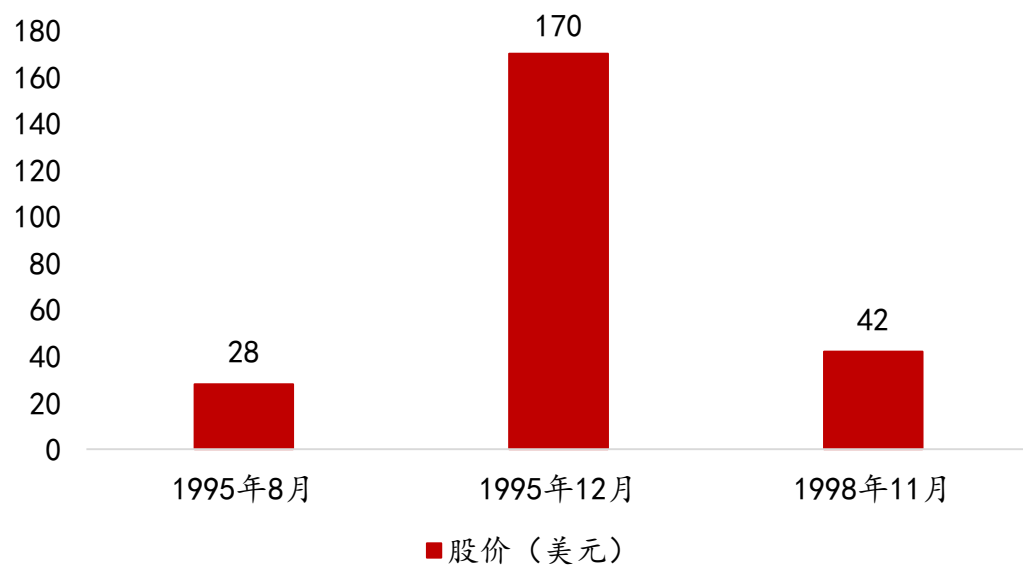


Sun
 microsystems

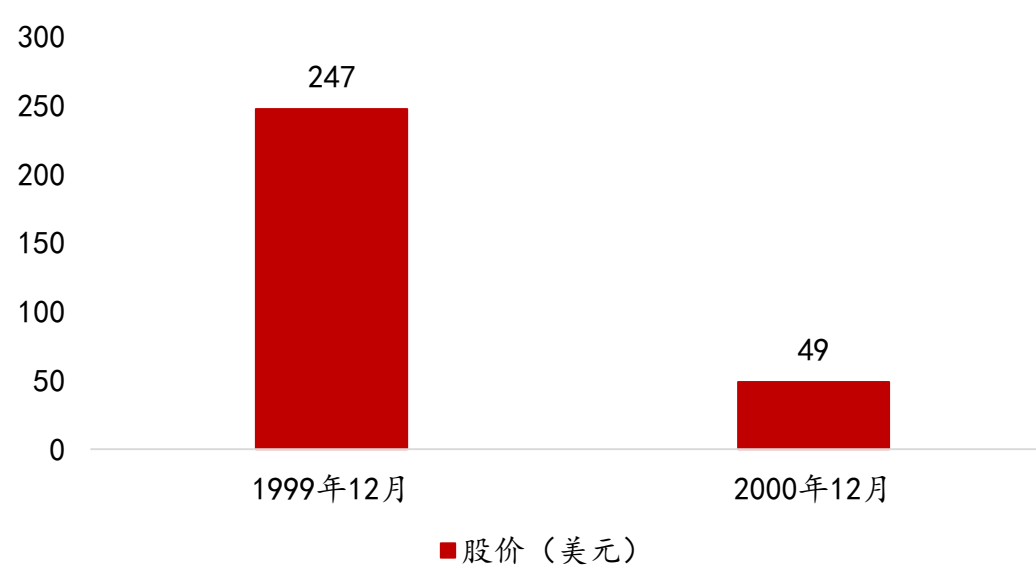
1.7 微软凭借垄断优势打击，网景和Sun公司股价受重仓

- ◆ **网景公司 (Netscape)**：网景股票1995年8月8日面市的时候，其价格定在每股28美元，上市就飙升至75美元，最终在自己的第一个交易日中收于58.25美元。一段时间之内，网景疯狂扩张，到1995年12月，股价已经来到了170美元。
- ◆ 经历过“浏览器大战”之后，网景股票大幅下滑，1998年11月，美国在线AOL以42亿美元的估值收购了网景，而在1999年网景的估值已经跌到了100亿美元，2008年，AOL宣布放弃对网景浏览器的支持，一代传奇落下帷幕。
- ◆ **Sun公司**：互联网泡沫之前，Sun的UltraSparc服务器（同时提供基于Java的Web服务）卖得火红火热，Sun公司的市值一度飙升到2000亿美元，股价达247美元。随后被微软技术隔离，叠加互联网泡沫破灭，2001年12月底Sun的股价只剩49美元。

1995-1998年不同时点网景 (Netscape) 公司股价的波动情况



1999-2001年互联网泡沫前后Sun公司的股价变化情况



1.7 近年来全球科技巨头遭遇反垄断诉讼屡见不鲜

◆ 从全球范围来看，各国科技巨头普遍遭遇过反垄断诉讼

- ✓ **美国**：谷歌、亚马逊、Facebook、苹果分别遭遇了美国司法部、联邦贸易委员会、欧盟等机构反垄断诉讼。
- ✓ **日韩**：三星、索尼分别遭遇了中国、美国司法部门的反垄断诉讼。
- ✓ **中国**：腾讯等互联网巨头遭反垄断诉讼，近期市场监管总局出台《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。

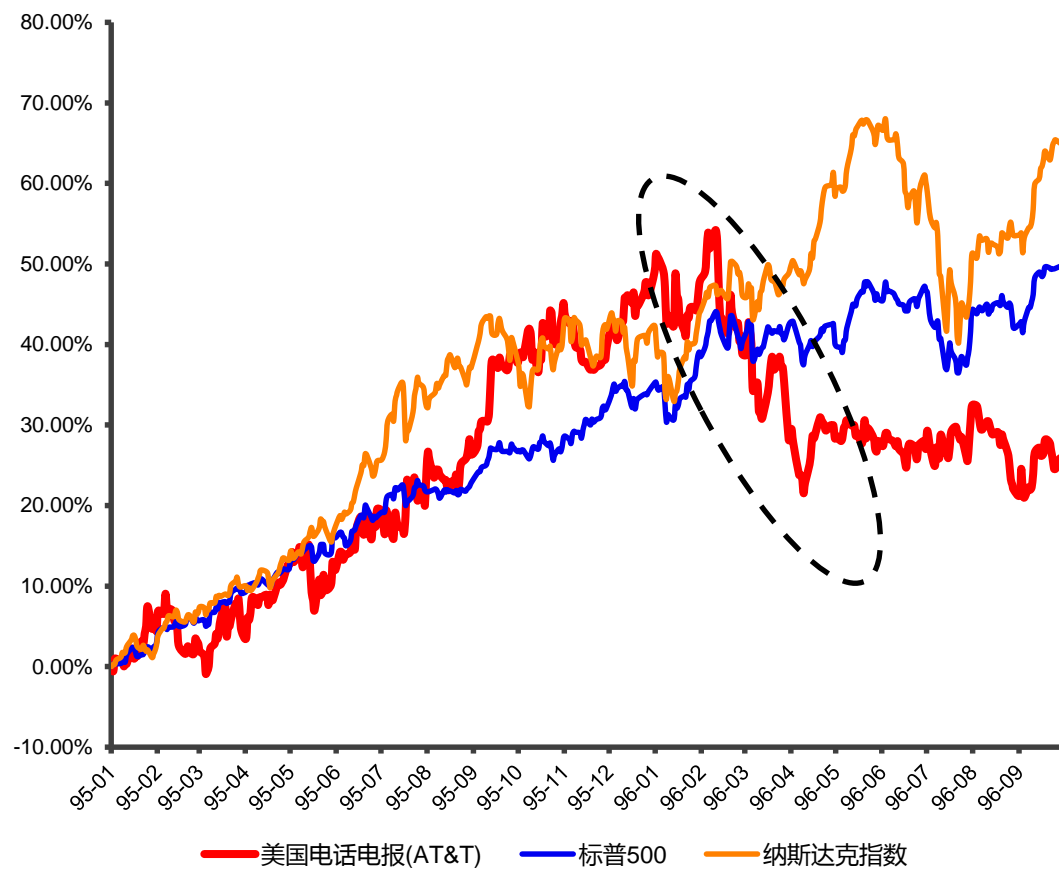
近年来全球主要国家科技领域反垄断事件

国家	公司	事件
美国	谷歌	2010年11月，欧盟对谷歌展开正式反垄断调查，以确定谷歌是否滥用其在搜索市场的主导地位，2012年7月，欧盟与谷歌展开和解谈判。
		2012年，美国联邦贸易委员会（FTC）发起过对谷歌的垄断调查。
		2020年，美国司法部提起了一桩反垄断案，指控谷歌通过反竞争手段，维护其在搜索引擎和线上广告领域的垄断地位。
	亚马逊	2019年7月，美国司法部宣布对亚马逊展开反垄断调查
	Facebook	2019年，美国联邦贸易委员会（FTC）对Facebook对多年来侵犯隐私的调查，Facebook同意支付50亿美元的罚款。
苹果	2005年，约800万消费者向苹果公司提起集体诉讼，声称苹果维持数字音乐市场垄断地位的手段损害了他们的利益，索赔3.51亿美元。	
	2019年，美国最高法院判决苹果在AppStore反垄断案中败诉，允许i-Phone用户向苹果公司起诉，要求获得3倍于他们的损害赔偿	
韩国	三星	2018年，中国反垄断执法机构启动了对三星、镁光、海力士等公司的反垄断调查，主要是存储芯片价格异常上涨。
日本	索尼	2016年，美国司法部反垄断部门日前要求索尼提供其SRAM业务的有关信息。
中国	腾讯	2012年4月，360公司在广东对腾讯滥用市场支配地位行为提起反垄断诉讼。
	-	2020年11月，市场监管总局出台《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》

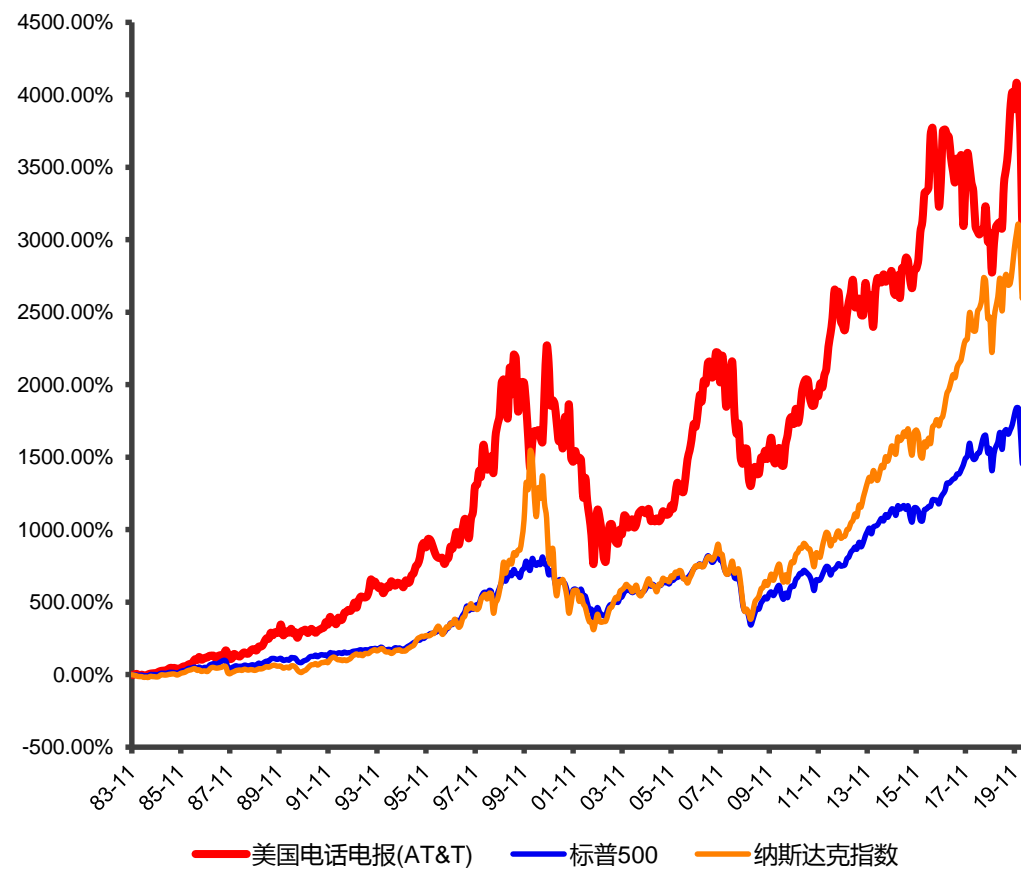
1.8 长期VS短期：分析AT&T与指数的表现

◆ 短期看，AT&T公司受诉讼影响跑输大盘；长期看，AT&T公司受益通信产业升级实现成长

1995-1996年AT&T公司受反垄断诉讼跑输标普500和纳指



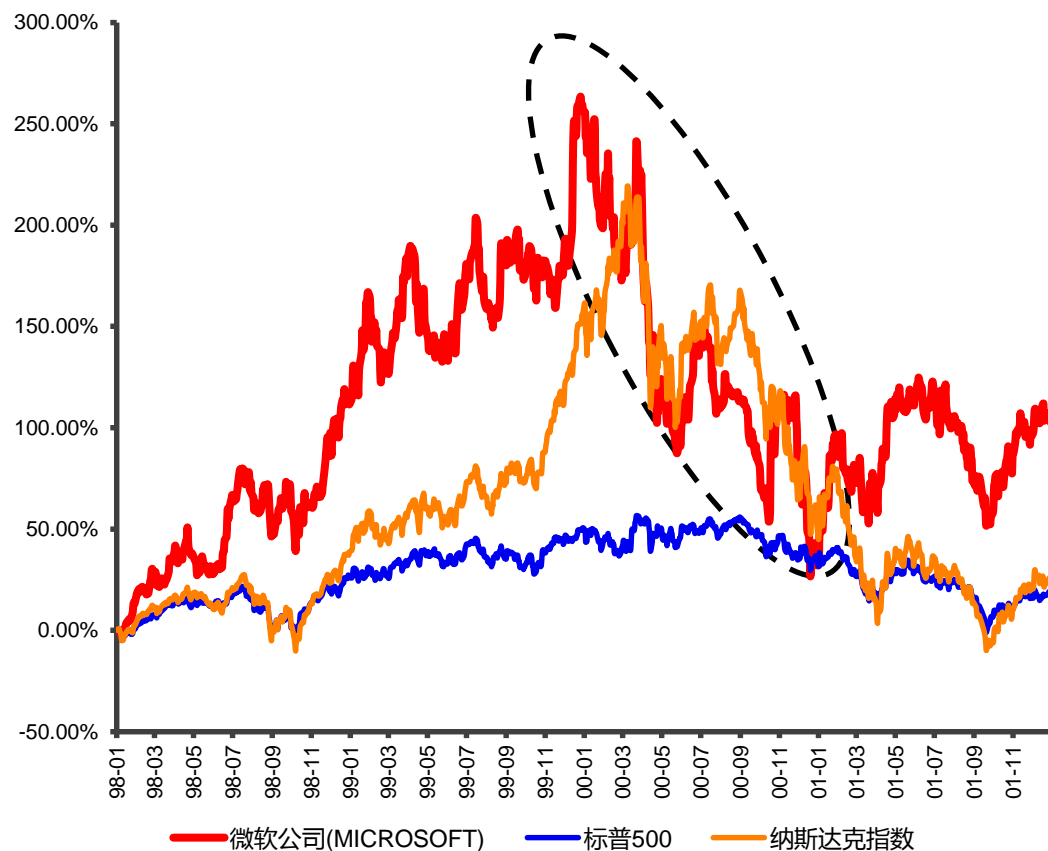
AT&T上市以来整体上跑赢标普500和纳指



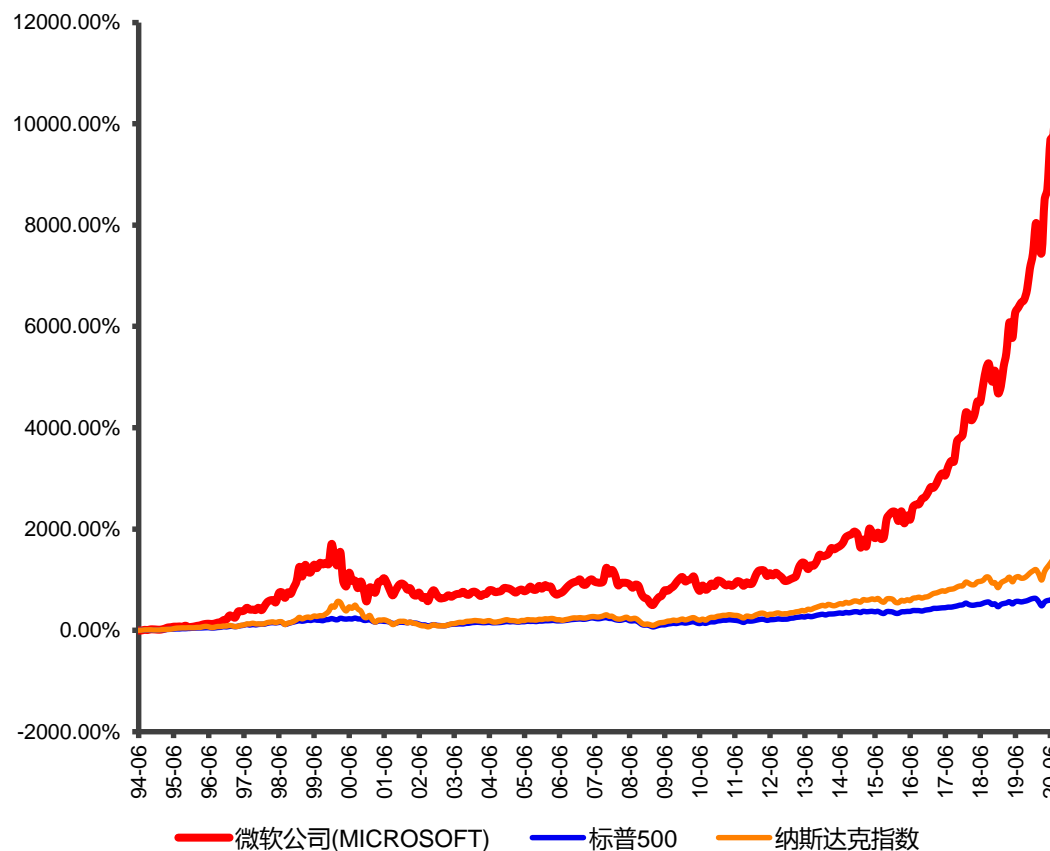
1.9 长期VS短期：分析微软公司与指数的表现

◆ 短期看，微软公司受诉讼和互联网泡沫破裂跑输纳指；长期看，15-16年后微软公司成功实现云化转型，远远跑赢指数

2000年后微软公司受反垄断诉讼和互联网泡沫破裂跑输纳指



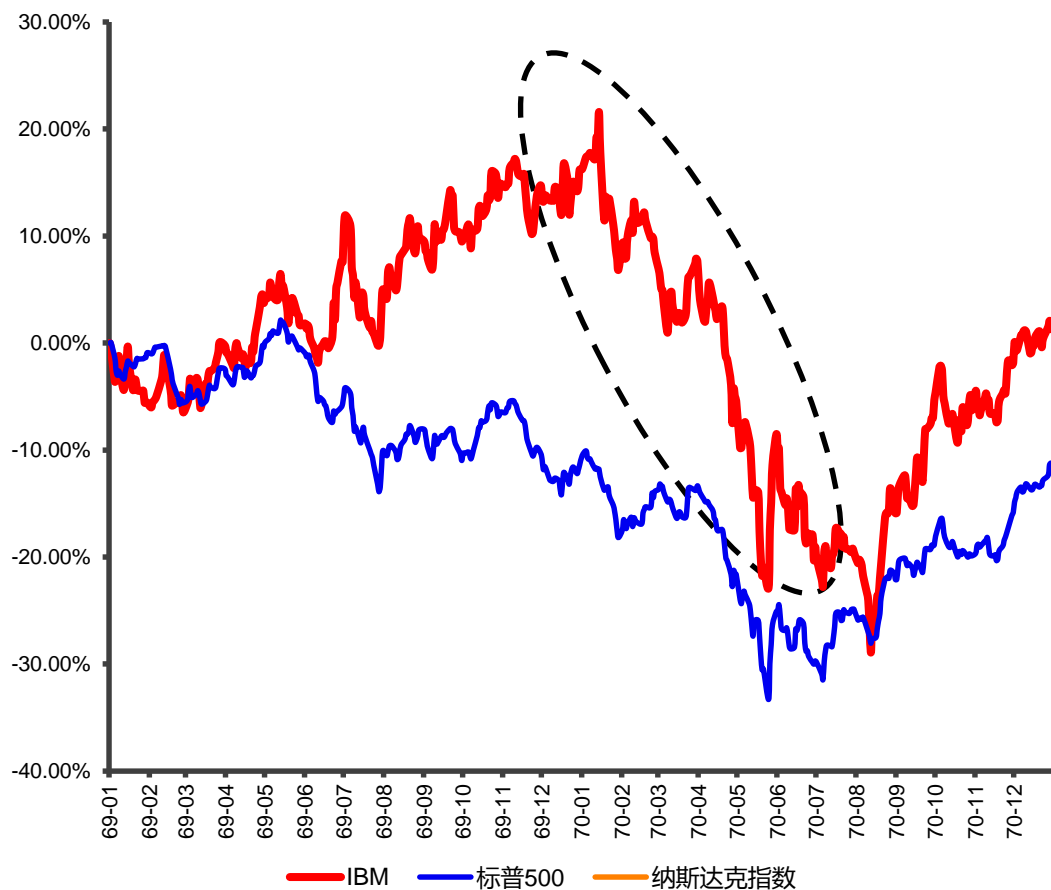
1994年以来微软公司远远跑赢标普500和纳指



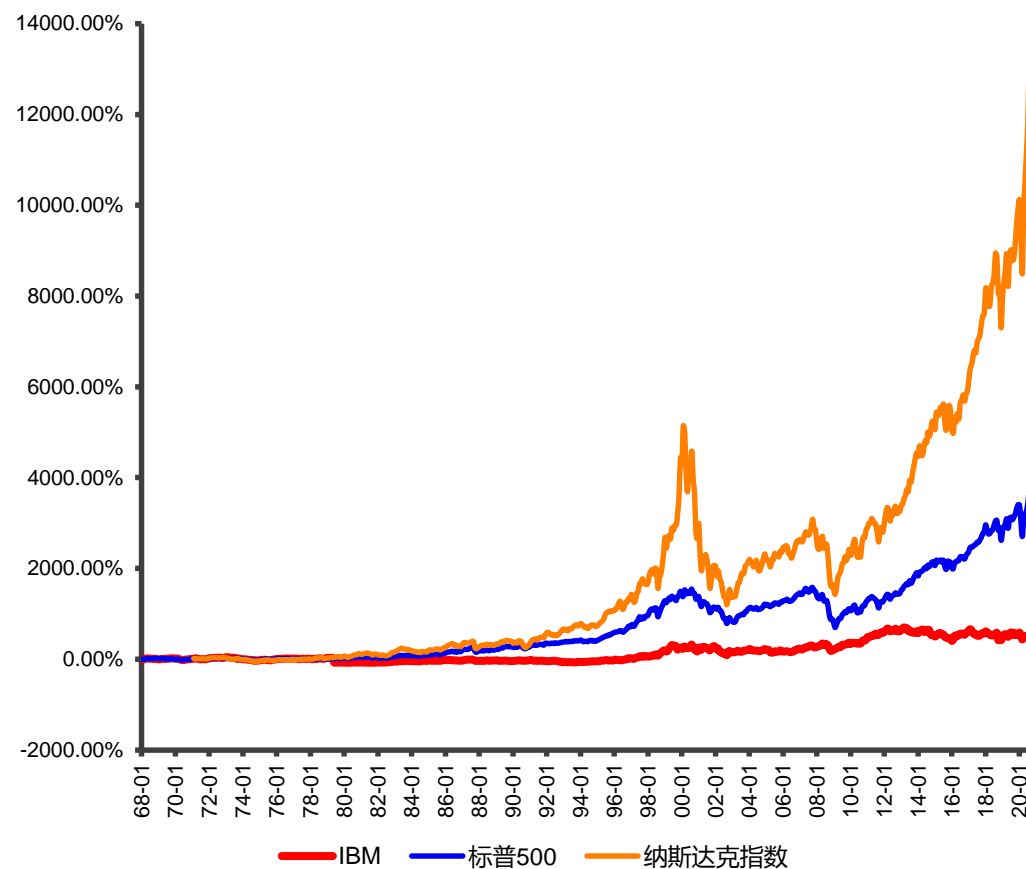
1.10 长期VS短期：分析IBM公司与指数的表现

- ◆ 短期看，IBM公司受诉讼影响跑输标普500指数；长期看，IBM跑赢标普500指数，但远远落后于纳指

1995-1996年IBM公司受反垄断诉讼大幅跑输标普指数



1968年以来IBM公司远远跑赢标普500，但跑输纳指



1.11 近日《反垄断指南》出台，互联网巨头股价波动明显

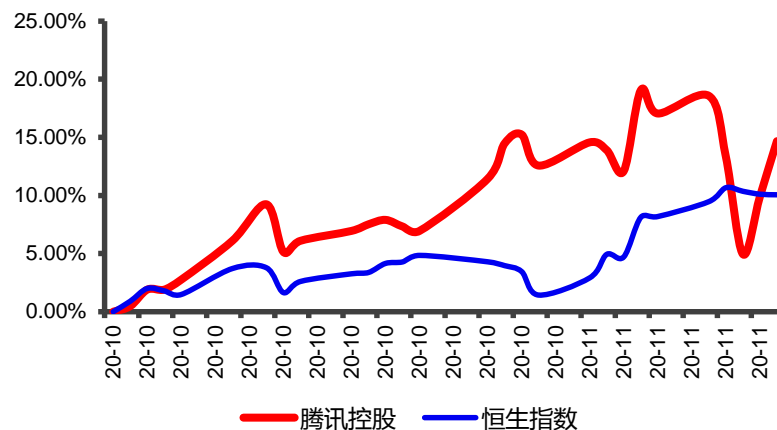
◆ 《反垄断指南》发布

11月10日，国家市场监督管理总局公布了《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》。要求互联网平台不得滥用市场支配地位，以不公平的高价销售商品或者以不公平的低价购买商品，也不得限定交易，排除、限制市场竞争，或差别待遇。

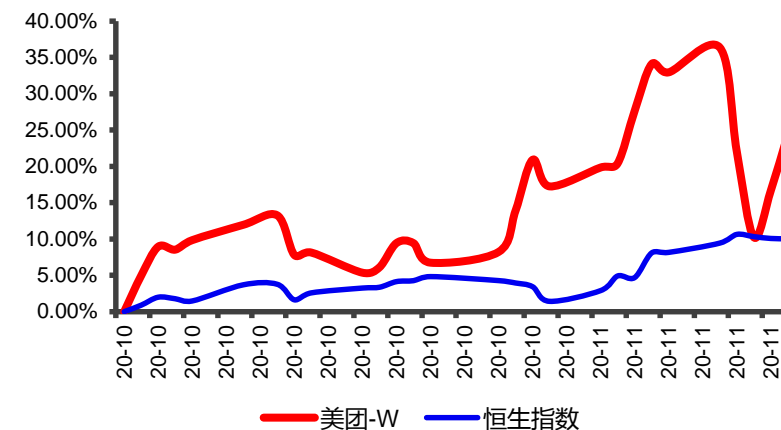
◆ 互联网巨头反应

《指南》发布后，四大互联网腾讯、阿里、美团、京东应声下跌

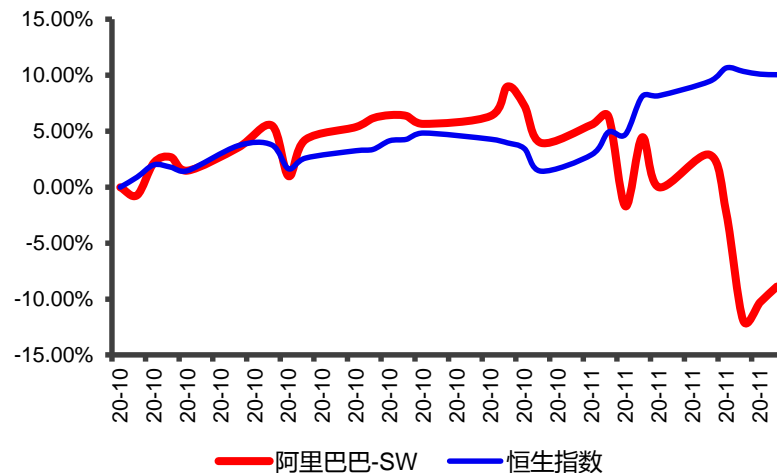
近日腾讯控股股价走势图



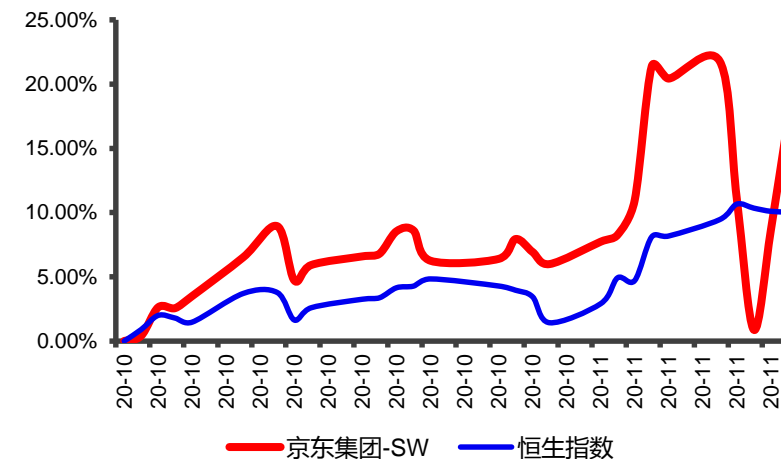
近日美团公司股价走势图



近日阿里巴巴公司股价走势图



近日京东集团股价走势图





02 强压抑 or 促创新？

梳理：“反垄断”大棒下看科技行业兴衰

2.2 美股市值 Top 10 : 1980年至今，看美国科技巨头兴衰更替

- ◆ 以全球科技创新重镇——美国为例，1980年至今美股市值Top 10的美国公司不断变化。聚焦科技公司，我们认为三个变化值得关注：
 - ✓ 1) 科技巨头持续兴衰更迭，千禧年以前IBM、AT&T雄据榜单；千禧年以后思科、Intel、微软崛起接过大旗；近十年来看FAMGA是新龙头；
 - ✓ 2) 从数量上来看，传统科技巨头市值走弱后，数量更多、市值更大的新科技巨头形成，虽有巨头更迭，科技整体渐强；
 - ✓ 3) 从性质上来看，40年间新巨头的属性由硬变软，从硬件与基础设施层面逐步迈向创新空间更大的软件、互联网。

1980-2019市值最大的美国公司

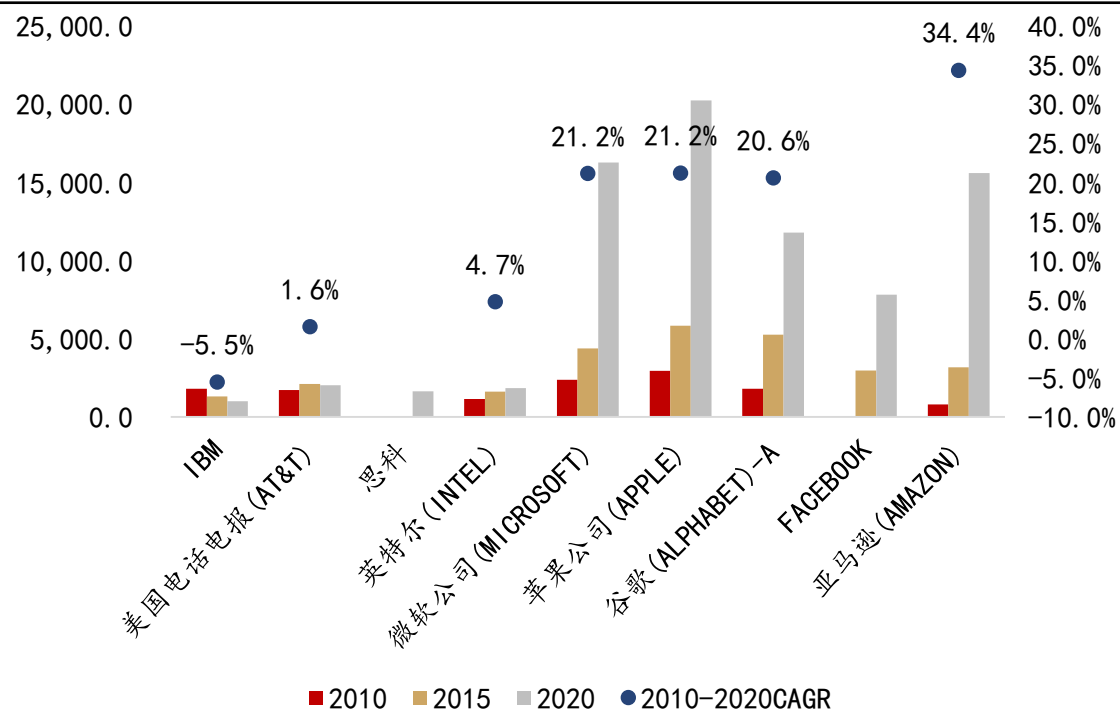
	1980	1990	2000	2010	2019
1	IBM	IBM	General Electric	Exxon Mobil	Microsoft
2	AT&T	Exxon	Exxon Mobil	Apple	Amazon
3	Exxon	General Electric	Pfizer	Microsoft	Apple
4	Amoco	Philip Morris	Citigroup	Berkshire Hathaway	Google
5	Schlumberger	Shell Oil	Cisco Systems	General Electric	Facebook
6	Shell Oil	Bristol-Myers Squibb	Wal-Mart	Wal-Mart	Berkshire Hathaway
7	Mobil	Merck	Microsoft	Google	Johnson & Johnson
8	Chevron	Wal-Mart	AIG	Chevron	JP Morgan Chase
9	Atlantic Richfield	AT&T	Merck	IBM	Visa
10	General Electric	Coca-Cola	Intel	Procter & Gamble	Exxon Mobil

Source: ETF Database, Visual History of the S&P 500, for 1980-2010; Finviz.com for 2019, data from May 16, 2019.

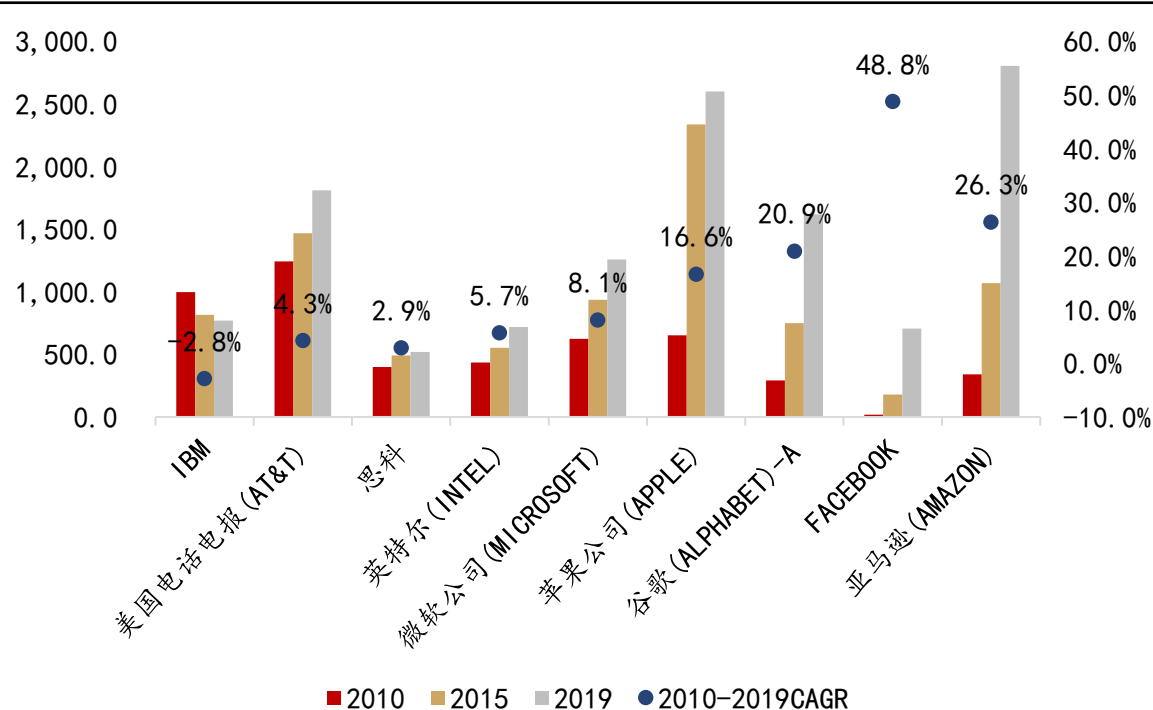
2.3 美国七大科技巨头兴衰：产业趋势 & “反垄断” 大棒或都是原因

- ◆ 梳理可知，1980至今共七家美国科技巨头亮相美股市值TOP 10榜单，分别为IBM、AT&T、思科、Intel、微软、苹果、谷歌、Facebook、亚马逊，其兴衰已经在最近十年的市值、业绩变化中一览无余。
- ✓ 横向比较而言，旧龙头如IBM、AT&T，产业趋势（景气度由硬件向软件&互联网平台转移）固然是其增长放缓的原因之一，但其在特定时期受到的“反垄断”大棒制裁也不可忽视；新龙头如Facebook、亚马逊尽管当前景气爆棚，但“反垄断”的阴影或已逼近。

美国科技巨头近十年市值变化（亿美元）



美国科技巨头近十年营收变化（亿美元）



2.3 美国七大科技巨头兴衰：产业趋势 & “反垄断”大棒或都是原因

	IBM	美国电话电报 (AT&T)	思科	英特尔 (INTEL)	微软公司 (MICROSOFT)	苹果公司 (APPLE)	谷歌 (ALPHABET) - A	FACEBOOK	亚马逊 (AMAZON)
2019年营收 (亿美元)	771.47	1811.9	519.0	719.7	1258.4	2601.7	1618.6	707.0	2805.2
2010年营收 (亿美元)	998.7	1242.8	400.4	436.2	624.8	652.3	293.2	19.7	342.0
2010-2019营收CAGR	-2.8%	4.3%	2.9%	5.7%	8.1%	16.6%	20.9%	48.8%	26.3%
2020年市值 (亿美元)	1041.2	2060.1	1752.6	1863.0	16369.2	20276.3	12003.7	7888.3	15698.8
2010年市值 (亿美元)	1802.2	1736.7	-	1159.0	2387.8	2958.9	1813.9	-	811.8
2010-2020市值CAGR	-5.3%	1.7%	-	4.9%	21.2%	21.2%	20.8%	-	34.5%

反垄断事件

1975-1982年：
1975年美国政府提起诉讼指出，IBM为客户提供折扣价格的行为属于掠夺性定价，且该公司从硬件、软件到支持部门的纵向整合实质上是垄断性扩张。虽然双方最终在1982年达成和解，IBM逃过了分拆命运，但他们也不得不放弃了此前的竞争战略，被迫将个人电脑的操作系统和处理器交给外部公司。

1972-1984年：
1984年电信巨头AT&T在经历12年诉讼后分拆成八家子公司（一家长途电话公司和七家地区电话公司），电信巨无霸退出舞台，现在美国两大运营商Verizon和AT&T都是此前贝尔系的成员。

2016年：Arista公司对思科提起诉讼，针对思科交换机与路由器的编程方式。Arista提出，思科从事了一项诱骗企业上钩的做法，即思科先允许对手使用被其称之为“行业标准”的功能。等竞争者和客户依赖这项技术后，思科再对技术专利索偿。除了关于界面的争议外，Arista还指控思科非法提高客户支持服务的价格。

2009年：欧盟反垄断执法机构在表示，英特尔试图通过向戴尔、惠普、NEC和联想等计算机制造商给予回扣，来组织他们从另一家公司Advanced Micro Devices购买芯片。最终英特尔因此被罚10.6亿欧元（12亿美元）。

1998-2004年：美国司法部指控该公司违反了《谢尔曼法》，称其垄断经营并使用了所谓的反竞争做法，尤其是将IE与其Windows操作系统捆绑在一起。最初，华盛顿地区法院(the DC District Court)下令将微软拆分为操作系统单元和其他软件单元。但到2004年，美国司法部和微软达成和解，同意该公司在三年内必须披露其应用程序编程接口和协议。

2019-2020年：7月29日美国众议院司法委员会召开了一场围绕美国四大科技巨头公司反垄断调查的听证会。亚马逊、脸书、苹果和谷歌四大科技巨头CEO历史性同台，“受审”长达5个多小时。科技四大巨头亚马逊、脸书、苹果和谷歌也面临相似的命运。2019年6月，美国众议院司法委员会下属的反垄断小组委员会发起一项针对这四家科技公司的反垄断调查。此次听证会上，国会成员根据为期一年的调查内容向四位企业CEO发起质询，调查这四家公司是否存在非法垄断的商业行为。**1) 亚马逊：**被指利用第三方卖家数据谋利；**2) 脸书Facebook：**被指控主导社交媒体市场，利用收购打压竞争；**3) 苹果：**被指控主导应用程序市场；**4) 谷歌：**被指控窃取其他网站内容。

技术生态开放性

封闭独立的硬件体系，以大型机、小型机为核心。

有线通信领域自然垄断+技术壁垒，同样相当封闭，设备及协议排他。

相对封闭的硬件体系，但在全球市场有华为制衡。

封闭的芯片硬件体系，与AMD、高通、ARM有不同维度的竞争。

封闭的软件生态体系，曾高举知识产权大旗反对Linux等开源模式，但当前开始部分转向开源社区。

软硬一体化的封闭生态，始终把握对软件和控制，并视其为护城河。

典型开放生态模式，手机硬件/应用商店/操作系统/PC浏览器均是开放生态。

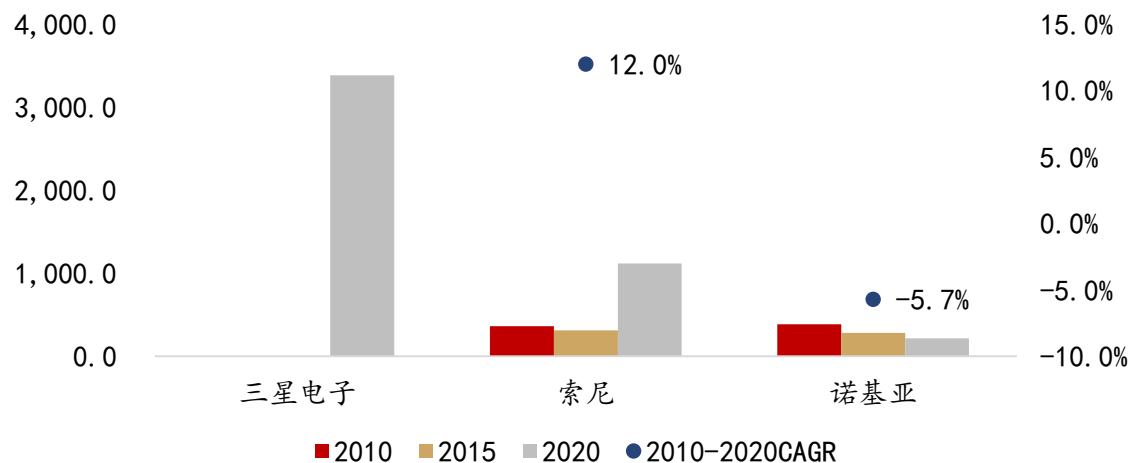
封闭社交平台与第三方开发者合作时强调会可控制性，先后封杀Snapchat、封杀Wonder等。

兼具封闭的大零售生态，以及开放的AWS云基础设施平台。

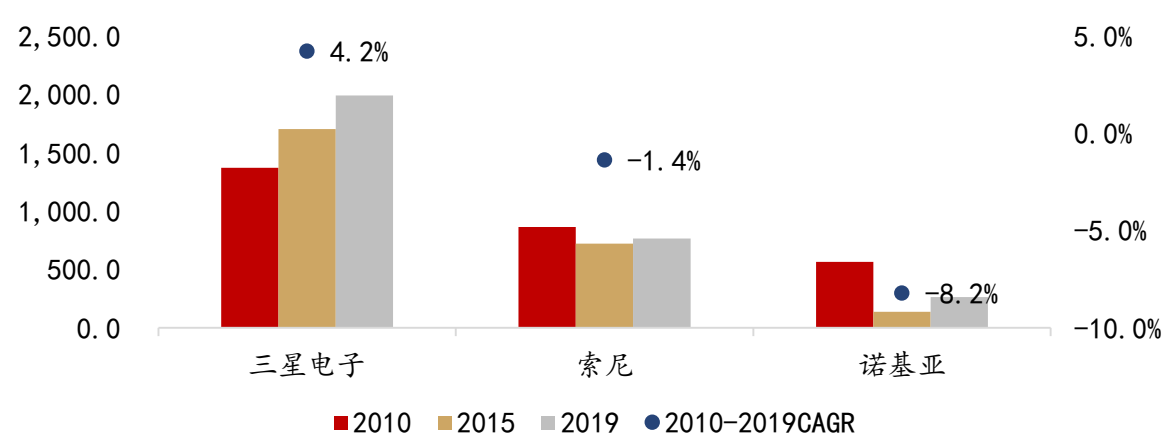
2.4 美国并非个例，科技巨头兴衰全球上演，关注“反垄断”制裁影响

- ◆ 美国并非个例：科技巨头兴衰全球上演：韩国三星、日本索尼、芬兰诺基亚，近十年海外科技巨头走出不同发展路径，技术创新与产品竞争以外，“反垄断”制裁同样不容忽视。
- ◆ 但值得关注的是，不同于美国，日/韩/芬兰等国受制于国内经济体量，扶持本土科技巨头参与全球竞争是必然选项，因此三星、索尼等受到的制裁打压均不源于国内，而来自海外（如美国、中国等）。
- ✓ 1) 索尼在欧、美频遭反垄断起诉，海外业务受到制约：2016年12月，欧盟反垄断机构欧盟委员会因索尼、松下和三洋在笔记本和手机电池市场存在价格垄断行为，决定对三家公司总计罚款1.66亿欧元(约合1.76亿美元)；.2009年10月美国司法部又向索尼的光驱业务提起反垄断诉讼。2) 三星收到的海外制裁相对缓和：2018年5月，我国反垄断机构也曾突发性的对三星中国进行反垄断调查，主要针对当时的三星存储芯片价格异常上涨。3) 反例：诺基亚则败于直接竞争：曾是移动手机巨人，但在垄断质疑渐起之时，难抵苹果智能机的竞争，业务急剧收缩。

全球其他科技巨头近十年市值变化（亿美元）



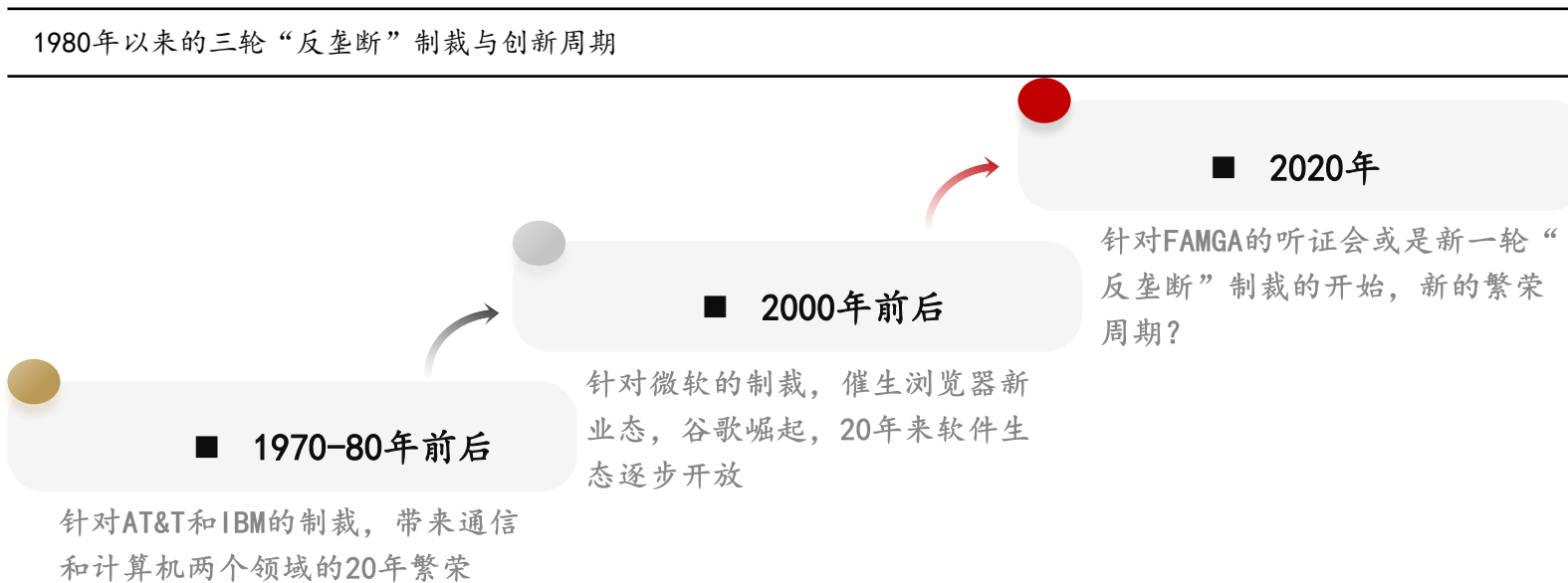
全球其他科技巨头近十年营收变化（亿美元）



2.5 重新聚焦美国：20年一轮？“反垄断”制裁是否促进创新周期？

- ◆ 我们认为1980年至今共有三轮大的“反垄断”制裁：
 - ✓ 1) 80年代针对AT&T和IBM的制裁，规模大、力度重，带来通信和计算机两个领域的20年繁荣；
 - ✓ 2) 2000后，微软的“IE & Windows绑定”模式受倒制裁，同样催生浏览器新业态，谷歌等新巨头应运而生，20年来软件生态逐步开放；
 - ✓ 3) 2020年针对多家科技巨头的听证会或是新一轮“反垄断”制裁的开始，对产业而言危与机并存，新的创新20年或同步开启。

- ◆ 值得注意的是，美国既是全球科技创新的核心高地，同时也是全球最早设立反垄断法律的国家，其中或有偶然、也有必然。
 - ✓ 美国是世界上最早制订反垄断法律的国家，早在1890年就通过了《谢尔曼法案》（Sherman Act）对垄断做出了明确规定；而后在1914年，通过《克莱顿法案》（Clayton Act）再次定义了价格歧视和阻碍竞争，并以此创立了联邦贸易委员会；后续，美国陆续通过一系列法律对反垄断法律进行修正，而每一次重大反垄断调查都是反垄断法更新的契机。



2.7 第一轮：80年代 AT&T & IBM “倒下”，技术开放奠定通信 & 计算机繁荣

- ◆ 回顾过去，AT&T是真正意义上因“反垄断”而被拆分肢解的第一家美国科技巨头。AT&T即美国电话电报公司，前身正是电话发明人贝尔创建的美国贝尔电话公司。上世纪60-70年代，AT&T通过系列并购整合成为美国最大的电话公司，长期垄断美国长途和本地电话市场。
- ✓ **反垄断指控**：1970年代开始，美国联邦司法部将“反垄断”大棒由传统行业转向兴起的科技行业，并率先对AT&T提起诉讼，理由是包括该公司存在利用从电子设备获得的垄断利润补贴其网络；阻止MCI或者其他运营商链接到本地制造商，并通过拒绝购买非贝尔供应商的设备，从而垄断了电信设备市场。
- ✓ **判决及影响**：诉讼一直持续至1984年，最终AT&T被分拆成八家子公司(一家长途电话公司和七家地区电话公司)，目前美国的两大运营商Verizon和AT&T都是此前AT&T（贝尔系）成员。
- ✓ **促进创新，开启通信革命**：AT&T解体拉开电信行业革命。一方面，手机通信系统得以快速渗透，顺利削弱贝尔系在有线通信领域的自然垄断；另一方面，打破了AT&T排他协议后，电话公司全面发力推动电视信号普及；光纤正式成为数据传输的高速公路。

- ◆ **蓝色巨人IBM躲过一劫，但被迫开放操作系统，微软终成大敌**。1960年代中期美国开始掀起了半导体革命，IBM推出了划时代的System/360大型计算机，从而宣告了大型机时代的来临。到1975年，IBM生产的计算机数量是世界其他所有计算机厂家生产的计算机总和的4倍。
- ✓ **反垄断指控**：美国政府从1969年开始调查IBM，1975年正式提起诉讼。美国政府指出，IBM为客户提供折扣价格的行为属于掠夺性定价，且该公司从硬件、软件到支持部门的纵向整合实质上是垄断性扩张。
- ✓ **判决及影响**：虽然双方最终在1982年达成和解，IBM逃过了分拆命运，但他们也不得不放弃了此前的竞争战略，被迫将个人电脑的操作系统和处理器交给外部公司，这其中就包括微软公司。
- ✓ **创新促进、开启个人计算机时代**：反垄断诉讼后，IBM对外开放个人电脑操作系统和处理器，微软因此深度受益，并以此为契机开发出DOS，成为行业唯一标准，由此开启80年代的个人计算机时代，软件创新也全面繁荣。

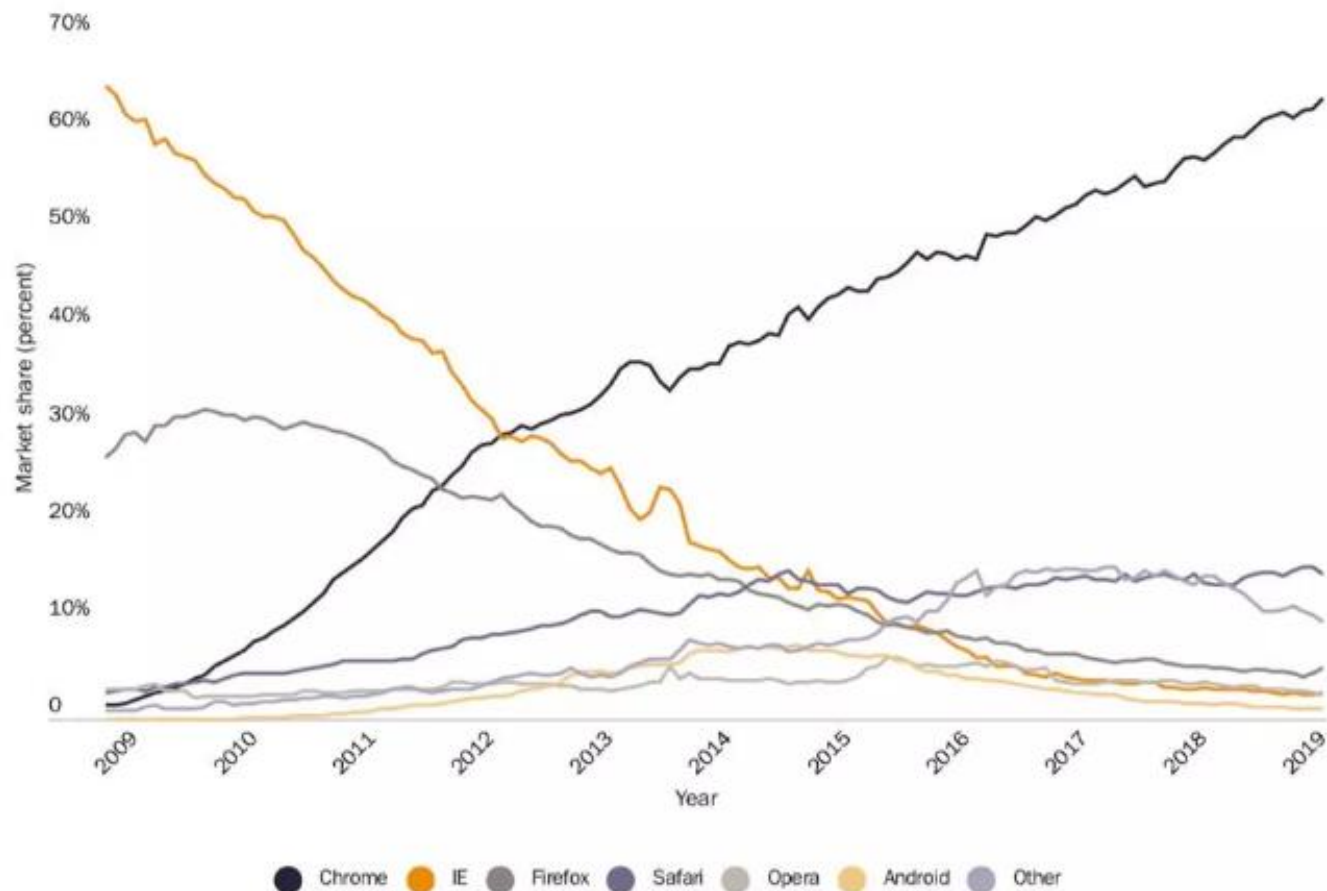
2.8 第二轮：千禧年前后，从Netscape到Microsoft再到Google，形成新轮回

- ◆ AT&T 和IBM之后，尽管思科、Intel等巨头也轮番登场、在一定时期内在领跑细分领域，但终究并未形成绝对的垄断优势。下一个“反垄断”大棒明确制裁的科技巨头就是受益IBM陨落的微软。
- ◆ 聚焦千禧年前，在1996年约90%的互联网用户都使用一种互联网浏览器：网景浏览器（Netscape Navigator）。网景推出自马赛克通信公司，最大的卖点是第一个使用可点击按钮而不是文本命令的浏览器，由于变革性体验，产品已经问世就成为爆款。
- ◆ 但是好景不长，意识到浏览器革命的微软开始跟进，加入“浏览器战争”。到2001年，网景的全球市场份额仅为12%。它已完全被微软的IE浏览器所取代。事实上，经过一段时期的投入微软的IE浏览器固然具有一定的性能竞争力，但归根结底，其压倒网景的关键却是：绑定。即在将IE浏览器捆绑到Windows操作系统（彼时已经成为个人PC电脑标配），设置预装的默认浏览器，因此大幅排除了网景产品的竞争参与。
- ✓ **反垄断指控**：到1998年，IE不断上升的市场份额引起了美国司法部反垄断部门的注意。美国司法部指控该公司违反了《谢尔曼法》，称其垄断经营并使用了所谓的反竞争做法，尤其是将IE浏览器与Windows操作系统捆绑在一起。
- ✓ **判决及影响**：最初华盛顿地区法院下令将微软拆分为操作系统单元和其他软件单元，这一判决直接引起了市场对于科技股悲观预期，也间接造成了千禧年的互联网泡沫破灭。但在后续，2004年美国司法部和微软达成和解，同意该公司在三年内必须披露其应用程序编程接口和协议，以使得所有浏览器厂商能参与竞争。
- ✓ **创新促进、浏览器竞争下半场开启，Google崛起**：解除了IE和Windows的绑定限制，浏览器的创新转向多元，火狐浏览器(Mozilla Firefox)和苹果Safari浏览器、谷歌浏览器（Google Chrome）相继入场，最终Google成为胜者。

2.8 第二轮：千禧年前后，从Netscape到Microsoft再到Google，形成新轮回

- ◆ 浏览器新战争一览，Google Chrome完成颠覆。
- ✓ 2008年7月开始，火狐浏览器(Mozilla Firefox)和苹果Safari浏览器都开始在蚕食IE浏览器的市场份额，之后就是谷歌浏览器(Google Chrome)。
- ✓ 据SIFL估计，到2019年底Chrome的全球市场份额将接近64%，其次的Safari占15%，而IE则低于10%。
- ◆ 事实上，2016年微软已经停止在其操作系统上提供对IE 7到10版本的支持。不仅如此，2018年年底，微软宣布将停止开发自己的浏览器技术，转而采用支持谷歌浏览器的Chromium项目。
- ◆ 但值得注意的是，在当前正在到来的第三轮“反论断”制裁中，谷歌又在此成为众矢之的，形成新的轮回。
- ✓ 后文中我们也会探讨微软与谷歌的技术开放性变迁情况。

2009-2019年全球浏览器市场份额

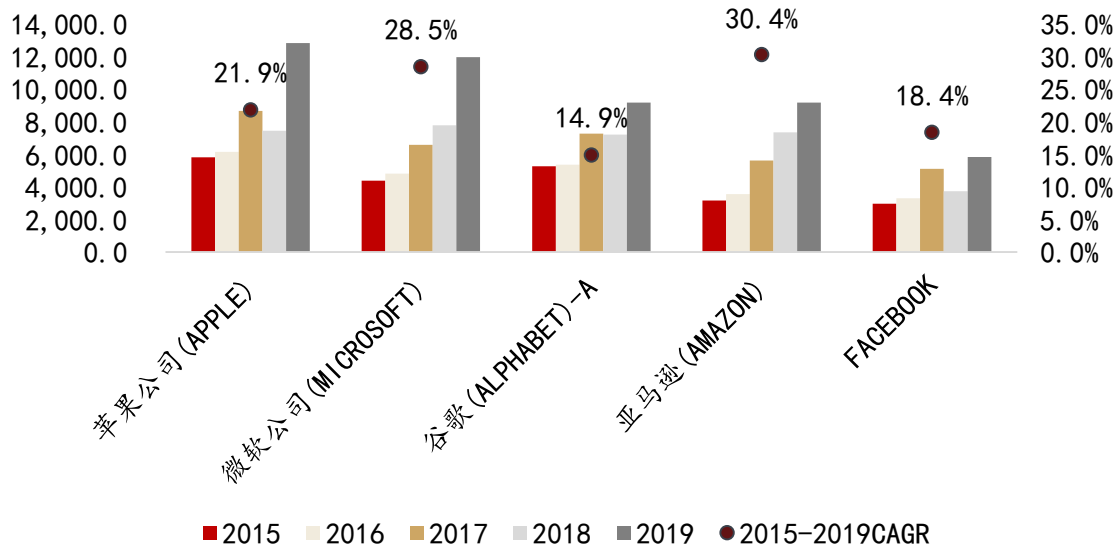


Source: StatCounter GlobalStats, "Browser Market Share Worldwide, January 2009-April 2019," gs.statcounter.com.

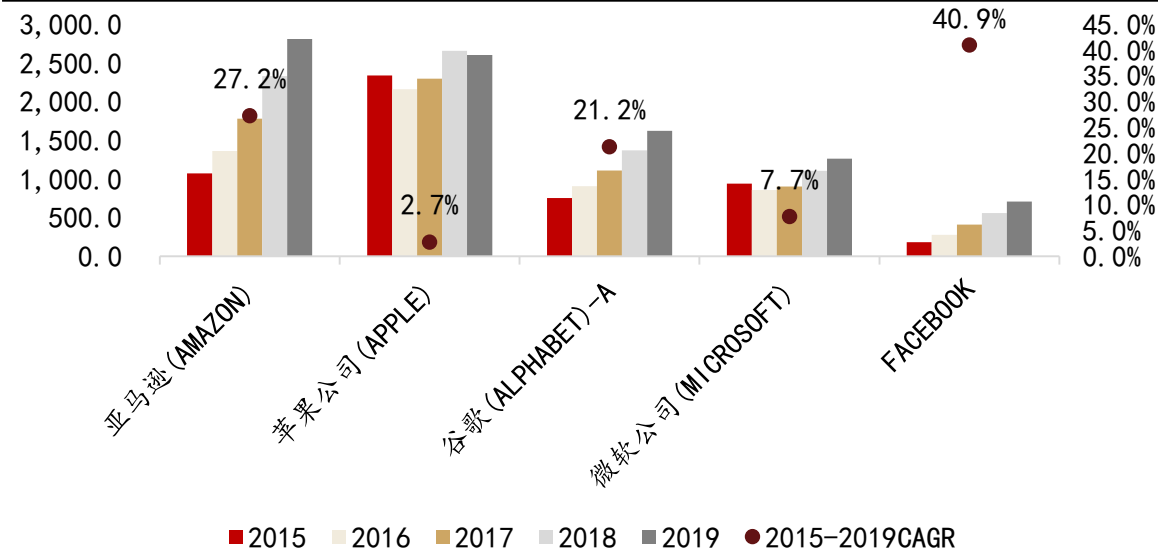
2.9 第三轮：FAMGA或面临全面制裁？探讨开源、开放可能性

- ◆ 2018年至今，FAMGA作为全球五大科技巨头已经站稳第一梯队，无论营收还是市值都呈现昂扬向上的状态，马太效应似乎还将不断强化。事实上，新的五大巨头在各自领域内的影响力均具备一定垄断性。但是除了微软以外，其他四家均为受到过实质性的本土“反垄断”制裁。
- ✓ 然而就在2020年7月，美国众议院司法委员会召开了一场围绕美国四大科技巨头公司反垄断调查的听证会，亚马逊、Facebook、苹果和谷歌全部囊括其中，新一轮“反垄断”制裁及创新周期或将来临？
- ✓ 1) 亚马逊的指控：利用第三方卖家数据谋利；2) Facebook的指控：主导社交媒体市场，利用收购打压竞争；3) 苹果的指控：主导应用程序市场；4) 谷歌的指控：窃取其他网站内容。
- ✓ 截至当前，四家公司CEO都做了相关辩护，调查仍在继续。目前来看谷歌的形式最为严峻：10月20日美国司法部已经证实对谷歌提起一级反垄断指控（首次），指控其滥用其在在线搜索中的主导地位，扼杀竞争并伤害消费者。

FAMGA近五年市值变化（亿美元）



FAMGA近五年营收变化（亿美元）



2.9 第三轮：FAMGA或面临全面制裁？探讨开源、开放可能性

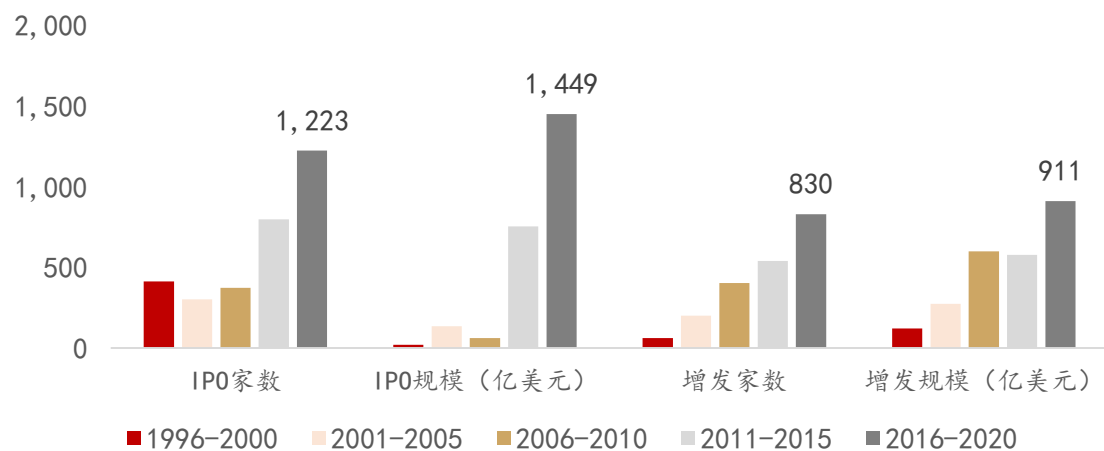
- ◆ 轮回之后，Google Chrome 已经形成事实垄断。
 - ✓ 据 NetMarketShare 调研数据：2020 年 5 月在全球桌面浏览器市场中，Google Chrome 的市占率高达 69.81%，接近 70%；
 - ✓ 不仅如此，如果从底层技术来看，Chrome 作为一款商业浏览器，它本身是基于 Chromium 开源浏览器内核平台的，同时，微软 Edge 浏览器（IE）、QQ 浏览器、搜狗浏览器等也是基于 Chromium 内核（谷歌主导并对全世界开源）。从这个角度来看，全球范围内，基于 Chromium 内核的桌面浏览器，其市场份额加起来已经超过 80%。
 - ✓ 与此相对应，关于追踪隐私、“吃内存”、滥用搜索功能、挤压Mozilla（Firefox 背后运营机构）等指控也甚嚣尘上。
 - ✓ 综合来看，我们认为至少Chrome或是一种应该被分拆的垄断性业务。
- ◆ 身份对调：谷歌走向封闭？微软拥抱开源？
 - ✓ 近年来谷歌面对开源社区的态度似乎正在产生微妙的变化。1) 日前在谷歌公开的一份高层战略报告中，谷歌产品经理兼 Knative 项目指导委员会成员 Donna Malayeri 明确表示 Knative 项目（基于 Kubernetes 与 Istio 的 Serverless 架构）将不对外分享。2) 而在2020年7月，谷歌又违反与 IBM 共同开发 Istio 项目时达成的协议，拒绝将 Istio 捐赠给中立的 CNCF，转而将包括 Istio 在内的旗下 3 个重要开源项目的商标权转移至一个由谷歌高层创建的新组织中。
 - ✓ 与此相反的是，微软则在近年持续拥抱开源、拥抱 CNCF，推出 OSM 以进军 Service Mesh 市场。
- ◆ 我们认为，前一轮“反垄断”制裁中，谷歌的脱颖而出与其开放精神不无关联。无论与AT&T、IBM的封闭式硬件基础设施相比，还是与微软（此前）、苹果的封闭式软件生态相比，谷歌一直以来所主导的开源生态模式无疑更具有开放精神，也能最大程度上避开“反垄断”的聚焦。
 - ✓ 但如今占据垄断地位的谷歌或正在与技术开源渐行渐远，目前Oracle、CNCF、Istio 社区等相关生态参与者均公开表达了谷歌违反了开源社区开放治理的精神。

2.10 数据侧面验证：“放倒”垄断性巨头利于中小科创企业成长，新巨头在此孕育

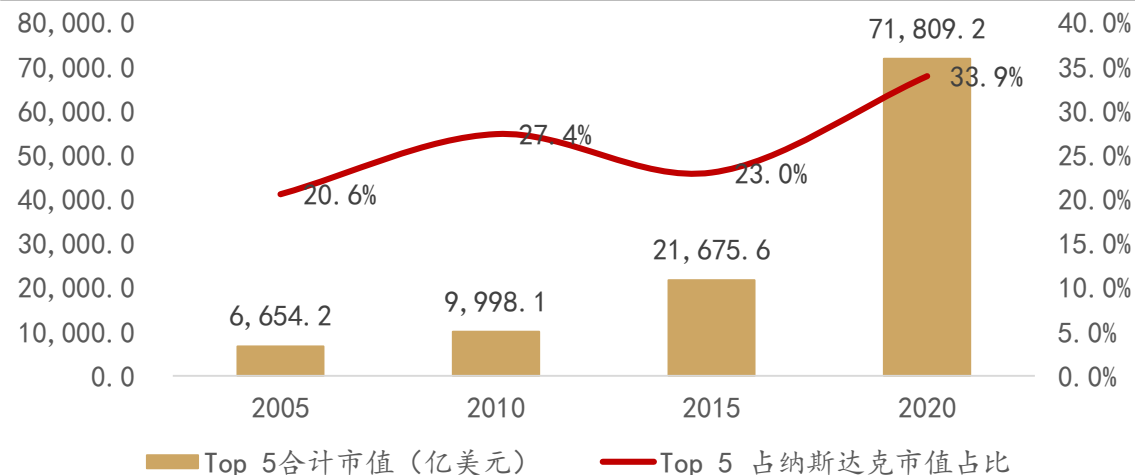
- ◆ 科技巨头兴衰更迭背后，“反垄断”制裁是重要因素。但制裁并非强制压抑巨头发展（市占率高本身并无问题），而是限制巨头公司利用特定领域的绝对优势地位（如硬件设施、操作系统、浏览器及其他流量入口），在其他新赛道（领域）实施垄断压迫行为。此举意义有二：
 - ✓ 1) 赋予中小企业更大生存空间与竞争可能，确保新的技术路径、产业模式不被埋没；
 - ✓ 2) 鼓励竞争带动创新，避免巨头在强垄断、高利润的现状下不再推动行业创新。

- ◆ 结合此前总结的创新周期：我们认为“反垄断”制裁过后，科技细分行业呈现正向循环：竞争环境改善 + 融资环境改善 → 中小科创企业崛起 → 部分优质企业成长为新巨头。因此当前FAMGA制裁事件，亦是危与机并存。
 - ✓ 从数据上来看，千禧年至今我们都处于第二轮创新周期中，2000年后尽管纳斯达克市场因微软制裁事件而刺破泡沫，但各类中小创新企业持续蓬勃发展，无论是中小企业的整体融资（家数、金额），还是新龙头的市值占比都屡创新高。

纳斯达克IPO、增发家数及融资金额持续向上



纳斯达克市值 Top 5 公司合计市值及占比 (亿美元)





03 中国科技业：第一轮垄断形成中

对标：中国与全球科技巨头分析

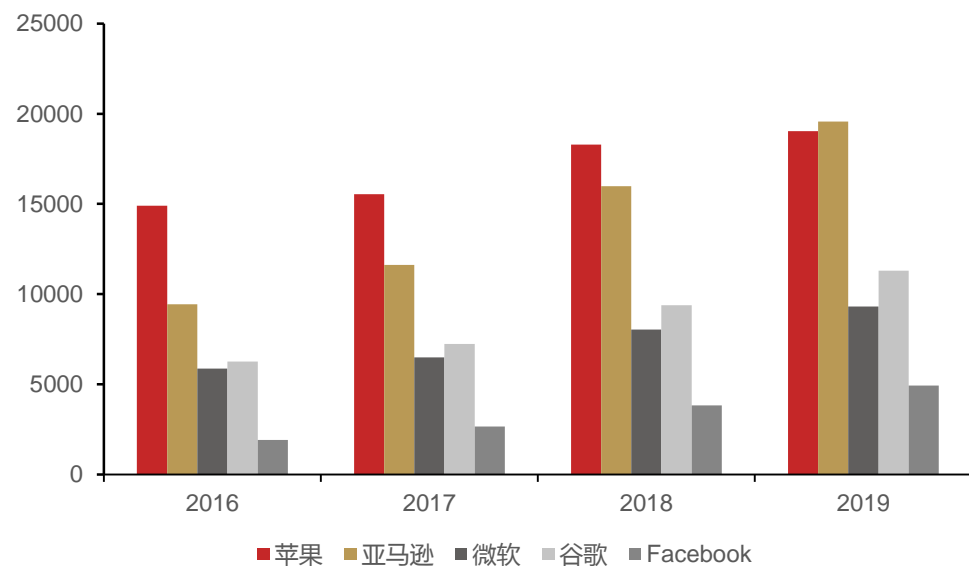
3.1 收入规模对比：国外科技巨头营收规模总体大于国内科技巨头，但我国增长更快

◆ 国外科技巨头营收规模总体大于国内科技巨头，但我国企业增长更快

1) 国外科技巨头中，苹果的收入在2016年到2019年间一直在1.5万亿至2万亿级别，稳步增长；亚马逊收入增速保持在30%左右，在2019年底超过苹果；微软和谷歌收入相近，四年间从5000亿逐步增长至1万亿；Facebook增速较快，2019年底达到5000亿级别。

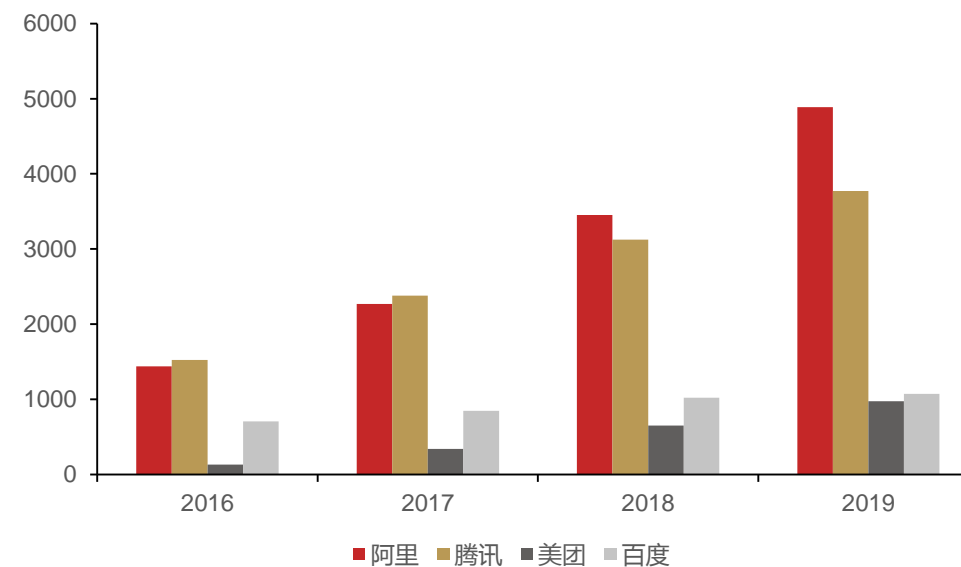
2) 国内科技巨头中，阿里和腾讯的收入处于第一梯队，在2016年两者收入均为1500亿左右，但阿里增速总体较快，2019年阿里收入达到5000亿量级，腾讯收入接近4000亿；百度收入增速较低，2018年收入达到千亿级别后，2019年并无太大增长；美团发展迅猛，4年间收入从百亿级别迅速增至千亿级别。

国外科技巨头收入对比（单位：亿人民币）



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所
 注：为保证计算时间口径一致性，我们基于wind季报和年报数据，在自然年口径内计算当期盈利数据（下同）

国内科技巨头收入对比（单位：亿人民币）



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所
 注：为保证计算时间口径一致性，我们基于wind季报和年报数据，在自然年口径内计算当期盈利数据（下同）

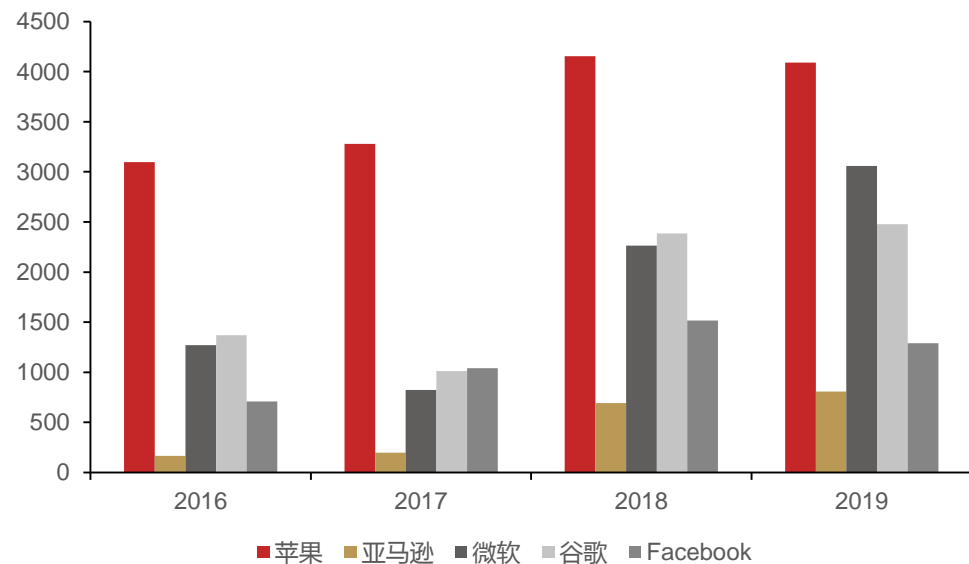
3.2 利润规模对比：本土企业总体盈利规模显著低于海外科技巨头

◆ 本土科技巨头中，阿里巴巴利润一马当先，本土企业总体盈利规模显著低于海外科技巨头

1) 国外科技巨头中，苹果归母净利润远超其他企业，4年间利润从3000亿增至4000亿左右；微软和谷歌归母净利润规模相近，2017年之前在千亿左右，2018年之后达到2000亿，微软在2019年超过谷歌，归母净利润达到3000亿级别；Facebook保持较高增长，归母净利润逐步增长至千亿级别；

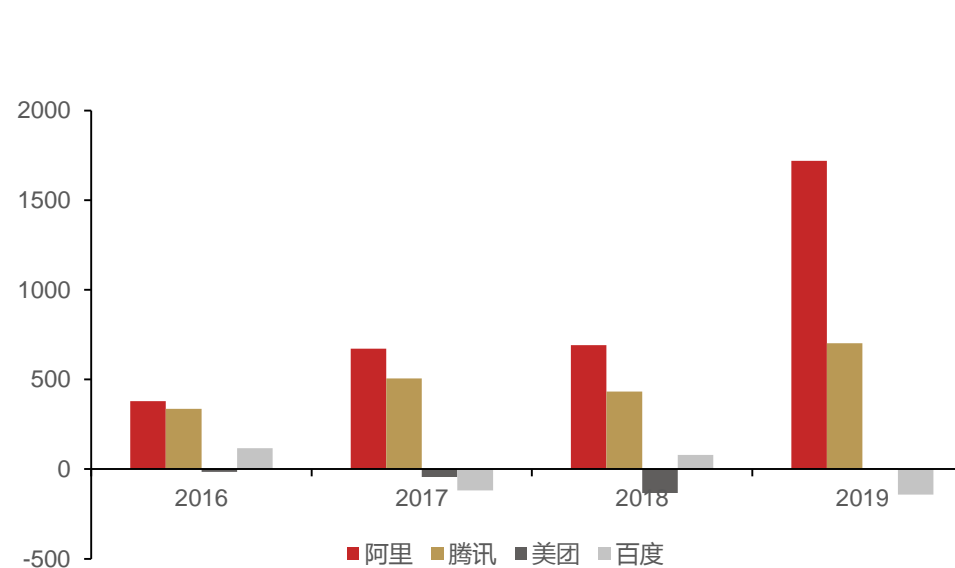
2) 国内科技巨头中，阿里归母净利润增速显著快于腾讯，在2016年两者盈利规模相近，到2019年阿里扣非归母净利润达到1700亿，而腾讯扣非归母净利润为700亿；百度归母净利润增长情况不好，有盈有亏，规模均在百亿上下；美团前三年为亏损状态，2019年开始盈利。

国外科技巨头归母净利润对比（单位：亿人民币）



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

国内科技巨头归母净利润对比（单位：亿人民币）



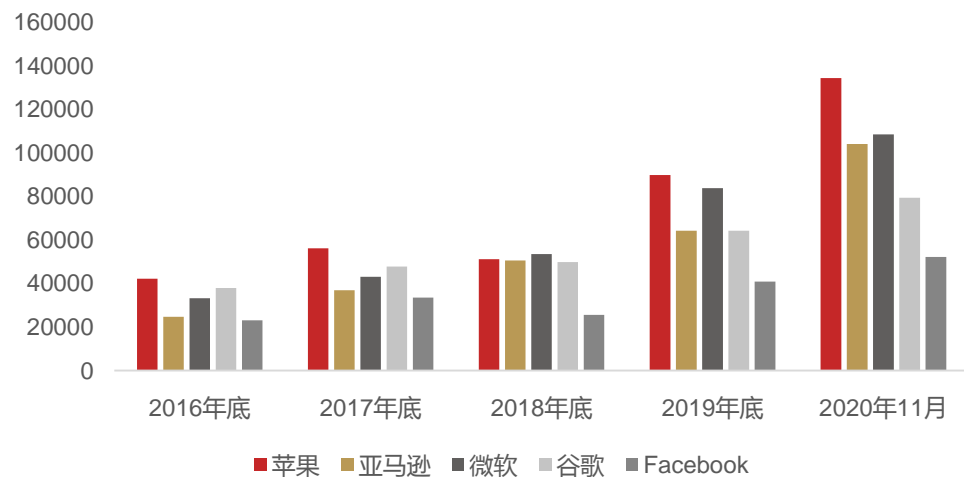
资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

3.3 市值规模对比

- ◆ 截至2020年11月15日，国外科技巨头中，苹果市值最高，为13万亿人民币。亚马逊和微软相近，均为10万亿人民币规模。谷歌市值接近8万亿人民币，Facebook市值在5万亿人民币规模。
- ◆ 截至2020年11月15日，国内科技巨头中，阿里和腾讯远超其他两家，阿里市值为4.6万亿人民币，腾讯市值为4.9万亿人民币。美团增速迅猛，2020年三季度市值达到1.8万亿人民币。百度市值最低，规模在3000亿人民币级别。

国外科技巨头市值对比（单位：亿人民币）

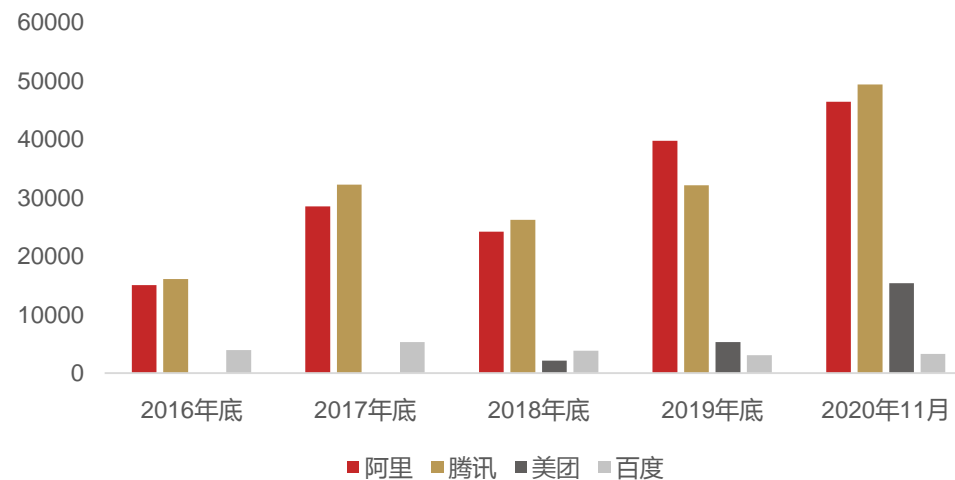
国外科技巨头市值对比



资料来源：wind，公司财报华西证券研究所

国内科技巨头市值对比（单位：亿人民币）

国内科技巨头市值对比



资料来源：wind，公司财报，华西证券研究所

3.4 产品垄断度对比：中国科技领域垄断程度总体小于美国

- ◆ 中国科技巨头垄断程度总体小于美国科技巨头垄断程度，原因或在于：中国科技产业起步晚于美国20年左右，行业尚未完全固化
- 1) 从业务领域来看，美国已在在线零售、办公软件、移动设备、搜索引擎、消费级及专业领域社交网络等多个领域形成一家独大，中国则在小微贷款、搜索引擎、消费级社交网络等若干领域形成单家厂商主导格局；
 - 2) 美国科技巨头经过数十年发展，已在业务布局方面较为稳定，专注于优势领域，比如谷歌关闭了退出了社交媒体领域，微软和亚马逊退出了手机硬件业务；我国国内科技巨头则更多的呈现跨领域布局的态势，在多个业务领域纵横捭阖，这或与我们科技产业仍处于快速发展期有关，主要科技巨头为了抢占先机，通过并购或者新设业务部门等手段进行新业务布局；

国外部分领域科技巨头格局

业务领域	主导商	可对比的竞争方
云计算	亚马逊	微软
北美在线零售	亚马逊	无
专业领域社交网络	微软 (LinkedIn)	WHAT APP
办公软件	微软	Salesforce
桌面操作系统	微软	IOS
移动设备	苹果	HAUWEI
在线广告	谷歌	Facebook
移动操作系统	谷歌	苹果
搜索引擎	谷歌	无
消费级社交网络	Facebook	无

资料来源：CFA美股研究社，公司财报华西证券研究所

国内部分领域科技巨头格局

业务领域	主导商	可对比的竞争方
云计算	阿里巴巴	腾讯
小微贷款	阿里巴巴	京东
网络零售	阿里巴巴	京东
在线游戏	腾讯	网易
在线视频	腾讯	阿里巴巴
餐饮外卖	美团	阿里巴巴
在线广告	阿里巴巴	百度
在线支付	阿里巴巴	腾讯
搜索引擎	百度	三六零
消费级社交网络	腾讯	无

资料来源：前瞻经济学人，IDC，云计算视界，华西证券研究所

3.5 发展阶段与技术开放度对比

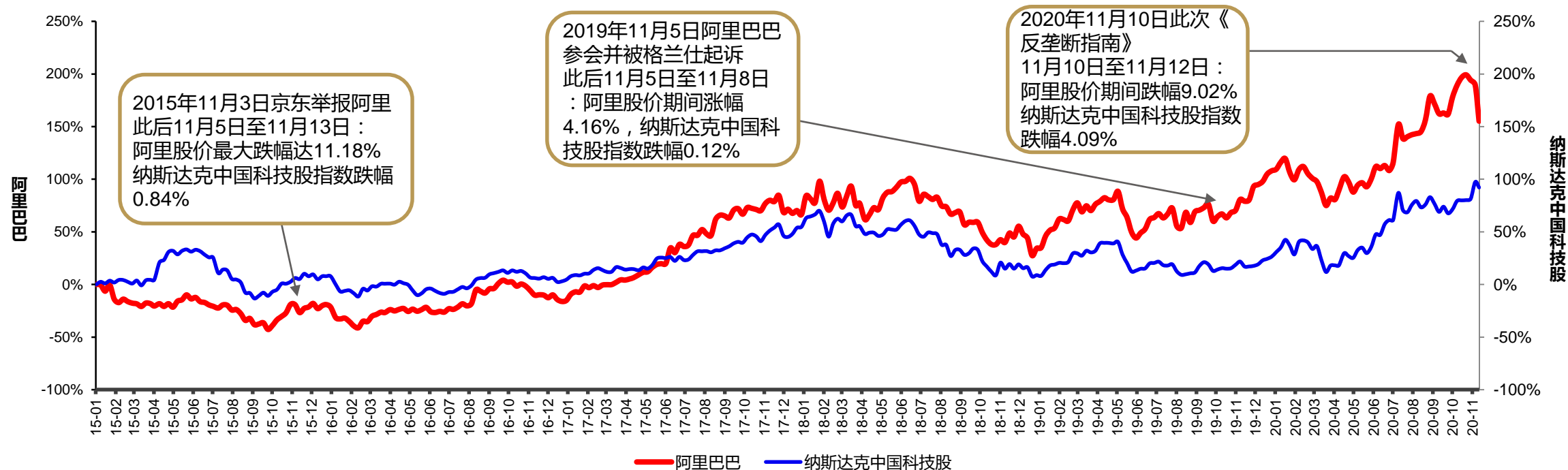
对比维度	海外科技巨头					本土科技巨头			
	苹果	亚马逊	微软	谷歌	Facebook	阿里巴巴	腾讯	美团	百度
营收(亿元)	18700	19570	10125	11292	4932	5097	3772	976	1074
三年营收CAGR	7%	28%	18%	22%	37%	48%	35%	96%	15%
净利润(亿元)	3911	808	3135	2396	1290	1494	933	由负转正	21
三年净利CAGR	7%	70%	30%	21%	22%	51%	31%	/	-43%
发展阶段	成熟期	快速成长期	较快成长期	较快成长期	较快成长期	快速成长期	快速成长期	快速成长期	成熟期
业务结构	主营智能手机、智能电脑等移动终端产品	主营在线零售等	主营操作系统、办公软件等电脑软件	主营搜索引擎、在线广告、云计算等	主营社交网络、在线广告等	主营网络零售、移动支付、云计算等	主营在线游戏、在线视频、移动支付、云计算等	主营餐饮、外卖、旅游民宿等	主营搜索引擎、在线广告等
技术及业务生态	软硬一体化的封闭生态，始终把握对软件和硬件的控制，并视其为护城河	兼具封闭的大零售生态，以及开放的AWS云基础设施平台	封闭的软件生态体系，曾高举知识产权大旗反对Linux等开源模式，但当前开始部分转向开源	典型开放生态模式，手机硬件/应用商店/操作系统/PC浏览器均开放生态	封闭社交平台与第三方开发者合作时强调会可控制性，先后封杀Snapchat、Wonder等	对部分合作伙伴开放应用场景及数据，目前至少有73款开源产品	社交产品生态较封闭，如微信入口多开放给腾讯系或者相关公司，封杀过拼多多/钉钉	产品生态较封闭，支付优先采用美团月付和银行卡，构建全栈技术体系，覆盖前端、后台、系统、算法等	拥有内容开源的百家号等产品，新开发的Apollo平台技术开源，合作对象广泛
技术开放度	低	一般	一般	高	低	较高	较高	一般	较高

资料来源：wind，公司年报，华西证券研究所

3.6 反垄断案例梳理—阿里巴巴

- ◆ 2015年11月3日，京东举报阿里巴巴在“双十一”促销活动中胁迫商家“二选一”，称这种行为妨碍了正常的市场竞争，更严重损害了消费者利益，已就此向国家工商总局实名举报阿里巴巴集团扰乱市场秩序。阿里巴巴回应称这是竞争的问题，希望京东直面现实，不要转移话题。
- ◆ 2019年11月5日，市场监管总局在浙江省杭州市召开“规范网络经营活动行政指导座谈会”，召集阿里巴巴、美团等企业参会。会议指出，互联网领域的‘二选一’行为涉嫌违反《反垄断法》。阿里巴巴会上没有明确提及“二选一”，声称与商家的合作方式是多方受益的，竞争对手对这种独家合作模式的恶意阐述是一种恶意炒作。同日，格兰仕通过微博通报了广州知识产权法院受理其起诉阿里巴巴旗下天猫公司滥用市场支配地位的情况。阿里巴巴最终于2020年6月与格兰仕达成合作协议。
- ◆ 2020年11月10日，市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，阿里股价当日大跌8.26%，阿里巴巴回应称：相信草案不是针对阿里巴巴，而是整个行业。

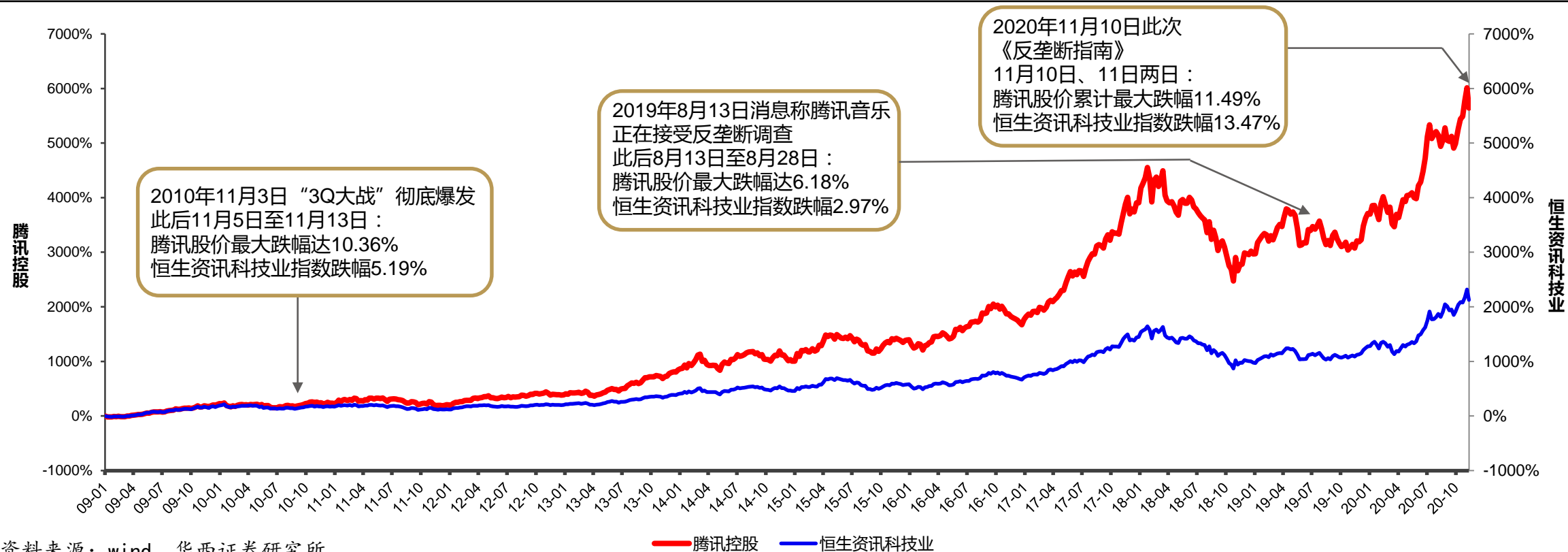
阿里巴巴历年反垄断调查后股价走势



3.7 反垄断案例梳理—腾讯

- ◆ 2010年年末奇虎360与腾讯的“3Q大战”在11月3日彻底爆发，双方均声称对方采取不正当竞争行为，11月4日工信部与公安部两大部委介入了此次事件，但双方并未就此和解。2014年2月24日，最高人民法院判决奇虎构成不正当竞争；同年10月16日，最高人民法院就奇虎360诉腾讯公司垄断案作出判决：认定腾讯公司旗下的QQ并不具备市场支配地位，驳回奇虎360的上诉。
- ◆ 2019年8月陆续有消息称腾讯音乐正接受反垄断调查，8月28日腾讯音乐股价大跌6.82%，期间腾讯控股股价也受到影响，但此案迄今未有后续消息。
- ◆ 2020年11月10日，市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，腾讯股价当日跌幅达4.42%，腾讯对此回应称：平台开放，欢迎各类竞争。

腾讯历次反垄断调查后股价走势

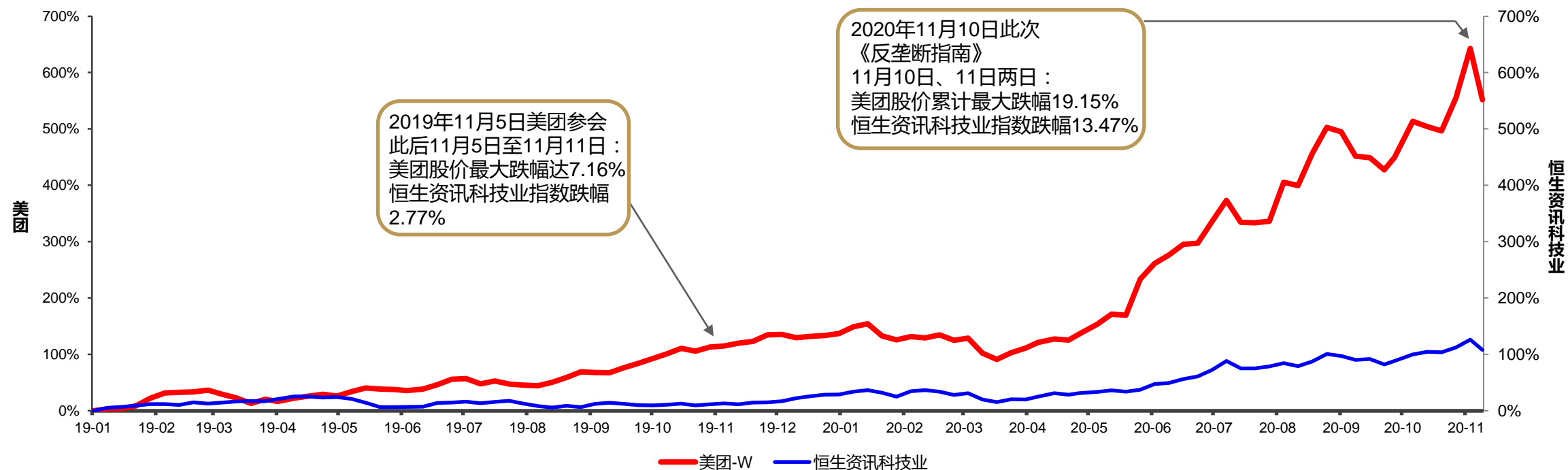


资料来源：wind，华西证券研究所

3.8 反垄断案例梳理—美团

- ◆ 2019年11月5日，市场监管总局在浙江省杭州市召开“规范网络经营活动行政指导座谈会”，召集阿里巴巴、美团等企业参会。会议指出，互联网领域的‘二选一’行为涉嫌违反《反垄断法》。美团在此次会议后没有明确表态。
- ◆ 2020年11月10日，市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，美团股价当日大跌10.50%，迄今为止，美团对此没有明确回应。

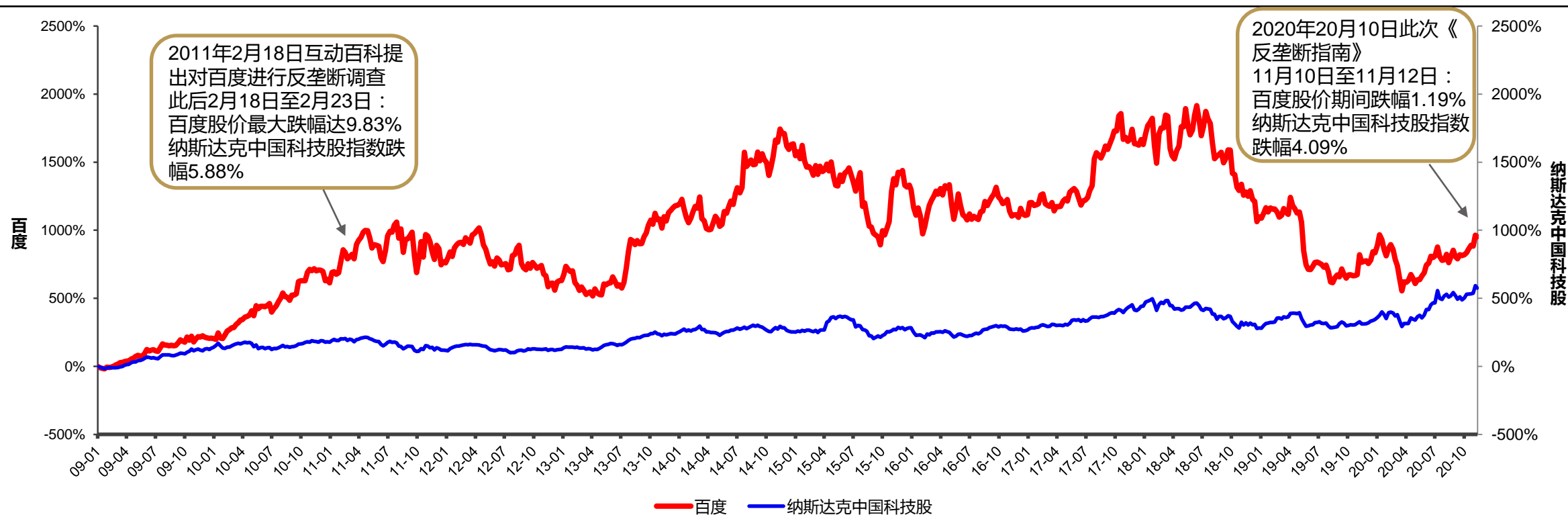
美团历年反垄断调查后股价走势



3.9 反垄断案例梳理—百度

- ◆ 2011年2月18日，互动百科正式向国家工商总局提出了对百度公司进行反垄断调查的申请。这是中国首例互联网同业竞争反垄断调查。之后，互动百科起诉百度垄断，要求其立即停止滥用市场支配地位，排除限制竞争的行为，赔礼道歉，并赔偿原告经济损失100万以及相应的合理支出。对此，百度代理人强调百度对被搜索网站排名一向一视同仁、互动百科排名靠后是因为作弊。同时，百度否认具有“市场支配地位”。其后，双方进行了调解，但由于该案件的文书在“中国裁判文书网”上并未公布，相关媒体也未持续跟进，此案进展不明。
- ◆ 2020年11月10日，市场监管总局就《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》公开征求意见，此次《反垄断指南》征求意见稿与百度关系不大，百度股价未受到太大影响。

百度历次反垄断调查后股价走势



资料来源：wind，华西证券研究所



04 风险提示

风险提示

- ◆ 反垄断政策落地带来的不确定性
- ◆ 新技术的出现对现有技术路线形成冲击，影响原有市场格局
- ◆ 疫情发展趋势可能对宏观经济持续复苏趋势带来不确定性，进而对计算机细分行业产生负面影响
- ◆ 政策扶持力度不及预期

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验

刘忠腾（分析师）计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算和信创产业

孔文彬（研究助理）金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、网络安全研究方向

吴祖鹏（研究助理）2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

