

通信

北美运营商复盘：后 ARPU 时代，决定因素是什么？

北美运营商经过长期的反垄断博弈和并购整合，目前已经形成了较为稳定的市场化竞争格局，AT&T、Verizon、T-Mobile 三足鼎立。但是 2018 年以来，美国三大运营商股价表现却出现了较大差异。通过对三家运营商战略和数据的复盘，我们发现，在当下的北美运营商市场，野蛮横向扩张已经成为过去式，各家战略都逐渐聚焦于移动业务和流媒体两项重磅业务。资本市场也更加关心营收、利润率、用户数这三大体现成长性和企业经营质量的指标。以此为鉴，我们认为，结合中国国情和政策环境，研究国内运营商，需要更加注重营收增长（特别是 2B 业务）、利润率和 ARPU 这三大体现公司未来成长性和扩张质量的数据指标。

野蛮生长时代已过，三大运营商聚焦 5G+流媒体。美国电信业起步于 1877 年，经过了竞争，垄断再到竞争的多轮周期，现在已经形成了稳定的自由竞争格局。随着 2020Q2 T-mobile 与 Sprint 合并，北美三大运营商三分天下的格局正式形成。同时自 2015 年以来，由 AT&T 引领下的运营商野蛮横向扩张时代也随着流媒体、5G 的出现而结束，各大运营商纷纷主动瘦身，聚焦两大主赛道。目前，在 5G 赛道内，三大运营商已经投入数百亿美元的基建费用，并将在未来进一步扩大 5G 覆盖范围、5G 专网和 5G+MEC 设施的建设。在流媒体方面，AT&T 推出自家流媒体平台 HBO MAX 参与市场竞争，而 Verizon 和 T-mobile 则选择通过和头部流媒体平台合作，来为用户提供流媒体服务。

三大因素决定北美运营商的股价分化走势。自 2018 年以来，美国三大运营商的走势出现了分化。受益于合并和无线业务扩张，T-mobile 股价表现强劲，而受到野蛮生长时代大笔并购的拖累，AT&T 股价表现最为弱势。通过具体指标的分析，我们认为，从数据层面上来说，海外投资者更加看重营收增长、用户数、利润率这三大能够反应运营商成长性和业务质量的指标。涨势最好的 T-mobile 在这三大指标均表现出色，而龙头 AT&T 由于野蛮扩张带来的繁重业务和负债，在营收、用户增长和利润率方面都表现颓势。

经济数字化下，国内运营商该看些什么？与北美运营商经历的流媒体浪潮类似，国内运营商正在经历经济数字化的大潮。在 5G 套餐渗透率不断提升，C 端增速企稳的当下，数字经济（2B）业务变成了决定运营商未来业务增长预期的重要变量。同时，在数字化转型下，运营商需要更多的新业务拓展和运营费用，利润率便成为了考验扩张质量的重要指标。最后，作为 5G 时代运营商最重要的战略资源，用户数也决定了 C 端业务未来的爆发力，因此如何在 ARPU 和用户数之间做出平衡，也是考验运营商能力的新看点。

投资策略：5G 流量周期中加强运营商配置。5G 逐步从基站创新周期过渡到流量运营周期，运营商在流量端的价值逐步体现，且中移动、中电信的回归将构成中期催化剂。推荐中国移动、中国电信、中国联通。

风险提示：5G 建设不及预期，疫情恢复不及预期。

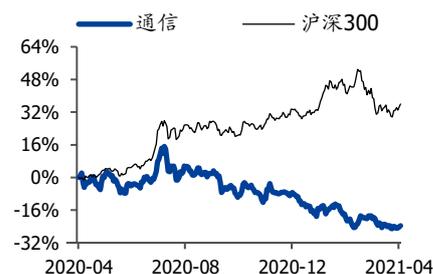
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020A	2021E	2022E	2019A	2020A	2021E	2022E
600050	中国联通	买入	0.16	0.18	0.20	0.22	26.75	23.78	21.40	19.45

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiagi@gszq.com

分析师 丁劲

执业证书编号：S0680520080006

邮箱：dingjing@gszq.com

相关研究

- 《区块链：六大行发力 DCEP，数字人民币渐行渐近》
2021-03-29
- 《通信：通信行业有哪些碳中和标的？》2021-03-28
- 《区块链：香港首家持牌数字资产交易所上线，Coinbase 推迟至下月上市》2021-03-22



内容目录

一、北美运营商历史：从专利垄断走向完全竞争	3
二、野蛮扩张成为过去式，三大运营商聚焦 5G+流媒体	3
三、什么决定北美运营商 Alpha?	7
四、数字化转型大潮下，国内运营商该看什么?	10
五、投资策略	13
六、风险提示	13

图表目录

图表 1: 美国电信行业发展历史总结	3
图表 2: 近年来运营商 IDC 资产剥离情况	4
图表 3: Verizon 2021 年 5G 建设计划	5
图表 4: T mobile 5G 和 Verizon 5G 对比	5
图表 5: 美国流媒体市场格局	6
图表 6: HBO MAX 用户数目标	6
图表 7: 北美三大运营商 2018-2021 年股价走势	7
图表 8: 北美三大运营商历史分红 (分红率以 3 月 30 日收盘价计)	8
图表 9: 北美三大运营商营收 (亿美元)	8
图表 10: 北美三大运营商 EBITDA Margin (%)	9
图表 11: 北美运营商用户数 (千人)	9
图表 12: 北美三大运营商 ARPU (美元)	10
图表 13: 中国联通 2B 业务增速	10
图表 14: 中国电信 2B 业务增速	10
图表 15: 中国移动 2B 业务增速	11
图表 16: 中国联通用户数与 ARPU 值 (千人, 元)	11
图表 17: 中国电信用户数与 ARPU 值 (百万人, 元)	11
图表 18: 中国移动用户数与 ARPU 值 (千人, 元)	12
图表 19: 国内三大运营商 EBITDA Margin (%)	12
图表 20: 2011-2012 中国联通与沪深 300 收益率对比	13

一、北美运营商历史：从专利垄断走向完全竞争

美国的电信市场全球起步最早，在 1876 年，A.Bell 取得了电话专利权，并于次年成立贝尔电话公司，在随后的 15 年内，凭借着电话专利权，贝尔公司实现了对于电信市场的垄断，赚取了丰厚的利润。

图表 1: 美国电信行业发展历史总结



资料来源：中国移动，国盛证券研究所

1893 年，贝尔公司的电话专利权到期，大量的电话公司开始涌现，在 1893 年，电话公司的数量一度达到了 6000 家，市场走向全面自由竞争。在此期间，贝尔公司遭受惨重损失，到 1899 年，AT&T 兼并了贝尔电话公司。在随后的年份中，AT&T 利用长途入网权和交叉补贴兼并了包括西联公司在内的其他电话公司，规模逐渐扩大。同时，整个美国的电话市场出现了快速整合，到 1913 年，全美只剩下 1500 家电话公司，其余倒闭或被兼并。

1913 年，美国司法部正式对 AT&T 进行第一次反垄断起诉，AT&T 承诺停止兼并其它电话公司，退出西联公司股权，承担“普遍服务义务”。1934 年美国电信法通过，1949 年美国政府对 AT&T 第二次反垄断诉讼，AT&T 承诺开放贝尔实验室专利、不经营数据业务。在这段时期，市场呈现出政府管制下的 AT&T 独家垄断局面。

1974 年，美国政府对 AT&T 提出第三次反垄断诉讼，要求 AT&T 与 24 个本地子公司及西电公司分离。AT&T 1981 年统一与本地子公司分离，但从法院争取到了保留西电和进入计算机和数据处理业务的要求，并于 1984 年开始正式实施。至此，美国电信市场进入了本地垄断，长途竞争的时期。

1996 年，随着美国新电信法的出炉，美国电信行业正式进入全面竞争时代，长途、本地、电信、影视、信息各行业的经营限制纷纷被取消。同时法律规定电信公司必须为任何竞争者提供接续。

在此之后，AT&T 通过收购 Media One Group，成为全美最大的有线电视公司，后续通过整合原先独立的子公司，与 2007 年成为全球第一大电信公司，在此期间，Verizon 收购 MCI，基本形成了美国通信业的巨头竞争局面，随后的几年内，T-mobile 和 Sprint 快速崛起，成为了美国第三和第四大运营商。在 2020 年一季度，两家运营商正式合并，正式形成了如今北美运营商三足鼎立的格局。

二、野蛮扩张成为过去式，三大运营商聚焦 5G+流媒体

4G 红利过去之后，以 AT&T 为代表的北美运营商们为了寻求新的增长点，开始了横向并购之旅。以 AT&T 为例，公司把重心放到了卫星电视业务。AT&T 在 2015 年斥资 480 亿美元收购了 DirecTV 公司，DirecTV 是美国两大卫星电视龙头之一，AT&T 最初希望通过此次收购，扩大观众和用户数量。但后续随着以奈飞为首的互联网电视的迅速崛起，卫星电视的用户数快速缩小。根据新浪科技的数据显示，自 AT&T 收购 Direct TV 以来，AT&T 已经流失了 900 万卫星电视用户，相当于 2015 年 Direct TV 2450 万用户的三分之一。在今年 4 月份，AT&T 正式出售该业务，公司估值已经暴跌到了 160 亿美元。

与 AT&T 大笔抛售投资资产相对应的是，近年来包括北美地区在内的运营商都在抛售手中的数据中心资产，用来获得更多的现金流，来面对 5G 和流媒体的军备竞赛。在完成了资产剥离与瘦身之后，北美的运营商现在主要聚焦于两条主线，第一条是 5G 下的传统通信主业，第二条则是面对互联网流媒体冲击下的转型。

图表 2: 近年来运营商 IDC 资产剥离情况

国家	运营商	交易方	IDC 数量	金额	交易时间
美国	AT&T	BrookField	31 个	11 亿美元	2019 年 1 月 1 号
美国	Verizon	Equinix	29 个	36 亿美元	2017 年 5 月 1 号
美国	centuryLink	Cyxtera	57 个	22.5 亿美金	2017 年 5 月 2 号
美国	Windstream	Tirepoint	14 个	5.75 亿美金	2015 年 10 月 20 号
西班牙	Telefónica	Asterion Partners	Industrial 11 个	6.16 亿美金	2019 年 5 月 8 号
印度	Tata Communications	ST Telemedia	14 个 (74% 股权)	6.4 亿美金	2016 年 5 月 19 号
印度	Tata Communications	ST Telemedia	14 个 (26% 股权)	未披露	2019 年 6 月 14 号
意大利	Telecom Italia SpA	剥离并上市	23 个	11 美元	仅意向
德国	KPN	DWS Group	未披露	未披露	2019 年 5 月 20 号

资料来源: 各运营商官网, 国盛证券研究所

5G 建设与扩张:

AT&T 在 2021 年的投资者活动日上分享了其 2021 年的 5G 战略。在 2021 年 AT&T 将聚焦于将 5G 投资于体育及赛事场馆、娱乐、旅行及交通运输、业务转型、安全及公共安全领域，目的是将更加快捷、可靠和安全的 5G 网络带给更多的个人、企业用户及一线救援人员。AT&T 将 5G 与边缘计算技术融合，致力于为企业用户提供全新而独特的安全体验。

在 5G 建设方面，美国三大运营商均开始进一步加速，AT&T 在 2016 年至 2020 年之间，AT&T 在美国的总投资超过 1,050 亿美元，AT&T 5G+ 现在在美国 38 个城市的部分地区可用，5G 网络现也已覆盖 14,000 个城镇的 2.3 亿美国人。

Verizon 计划在未来三年投入 100 亿美元新建 5G 基站，截止 2020 年底，Verizon 的 5G 网络已经覆盖了超过 60 个美国城市，其中包括了超过 10 个 5G 中心城市和超过 105G

边缘计算中心。

图表3: Verizon 2021年5G建设计划

5G^v

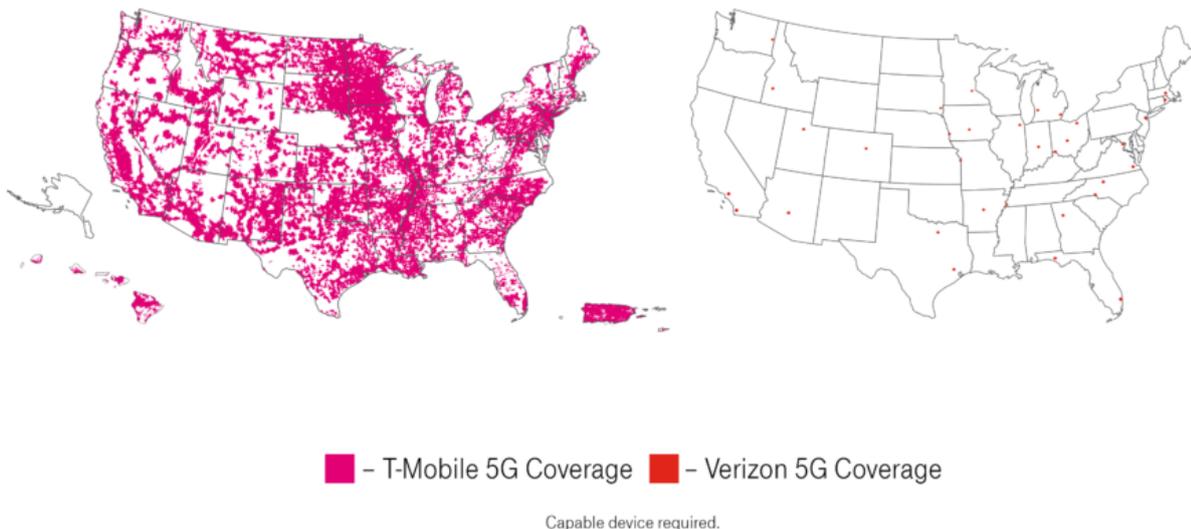
- Expand 5G leadership
 - + 14K 5G UW sites (30K+ by YE21)
 - + 20 5G UW cities
 - + 20+ 5G Home cities
- Deliver across five growth vectors
 - + 10+ 5G public MEC centers
 - + Scale 5G private networks and MEC with demand

资料来源: Verizon, 国盛证券研究所

新近崛起的运营商 T-Mobile 作为完全专注于 5G 业务的运营商，在 5G 方面的建设速度明显领先与 AT&T 和 Verizon，截止 20 年底，T-mobile 的 5G 网络已经覆盖了 160 万平方英里商的 2800w 人口，覆盖范围是 Verizon 的 4 倍，AT&T 的 2.5 倍。

图表4: T mobile 5G 和 Verizon 5G 对比

T-MOBILE 5G AND VERIZON 5G



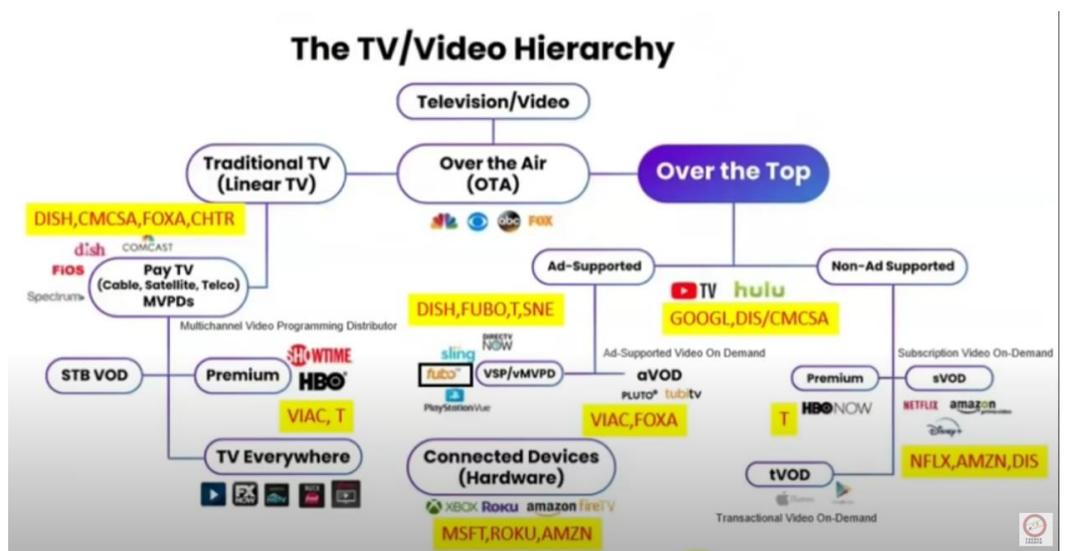
资料来源: T-mobile, 国盛证券研究所

流媒体业务:

流媒体业务是目前美国发展最快的信息服务产业之一。过去美国的有线电视业务主要被运营商和通过无线信号传输的电视台垄断，收费较为昂贵。但近年以来，随着 Youtube TV

和 Hulu 等互联网电视平台的崛起，运营商在媒体内容分发渠道上的话语权逐步减弱，就以上文提到的 Direct TV 为例，5 年时间流失了超过 30% 的用户。

图表 5: 美国流媒体市场格局



资料来源: FUBO TV 招股书, 国盛证券研究所

在此背景下，AT&T 率先重金并购进入流媒体行业，2019 年以来，AT&T 在流媒体的动作十分频繁：首先，将 DIRECTV NOW 更名为“AT&T TV NOW”，接着在 8 月推出全新的流媒体内容产品 AT&T TV。除此以外，整合了华纳传媒旗下所有优质内容的全新流媒体产品 HBO MAX 也在 2020 年第一季度成功上线。后续随着 Direct TV 出售带来的现金流改善，AT&T 承诺将会在 HBO MAX 上推出更多内容，更好的面对来自奈飞和 Youtube 的竞争。在 2021 年的投资者大会上，AT&T 也宣布了其关于 HBO MAX 用户数的预测，乐观的数据指引使得 AT&T 的股价在当天上涨超过了 4%。

图表 6: HBO MAX 用户数目标



资料来源: HBO MAX, 国盛证券研究所

Verizon 方面，虽然没有像 AT&T 一样大张旗鼓的进军流媒体业务，但是也在不断积极布局相关的流媒体业务，截止目前，Verizon 已经推出了两代专为流媒体定制的机顶盒，支持目前主流的所有流媒体服务。同时 Verizon 也和迪士尼达成合作，Verizon 为所有订阅 Verizon 的套餐的用户免费提供一年的 Disney+，同时 Verizon 也与 Discovery 达成合作，

为套餐用户提供一年的 Discovery+ 服务。

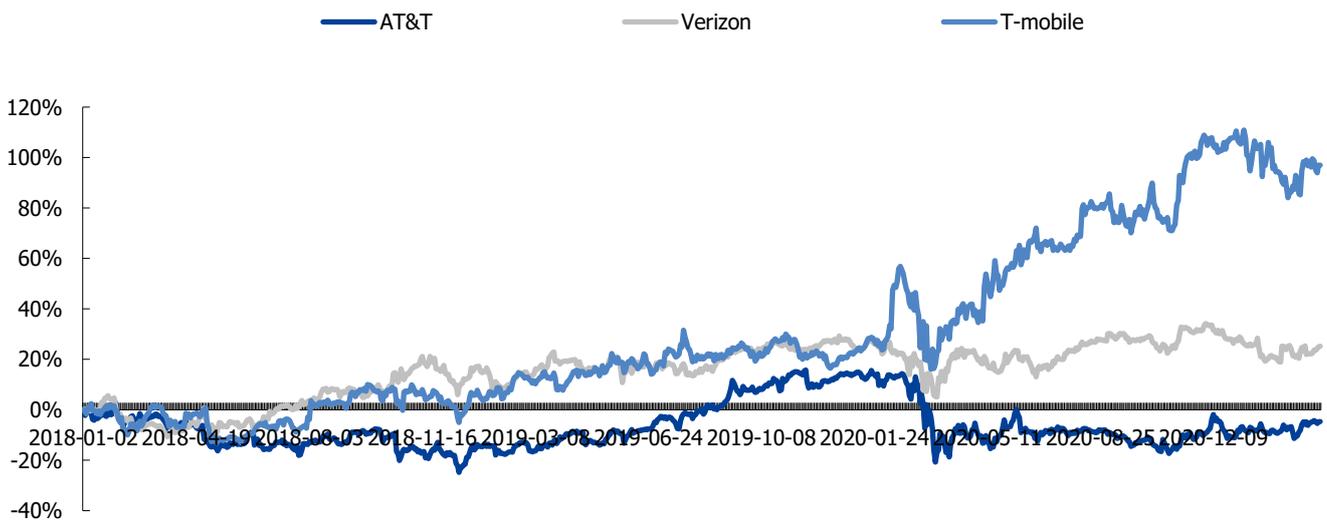
T-mobile 方面，则与奈飞达成了类似的合作，客户可以通过 T-Mobile 的账单支付来享受使用 Netflix 的服务折扣。

三、什么决定北美运营商 Alpha?

前文分析了战略层面三家的进展，接下来我们将把三家运营商的数据与近年的股价数据进行一个复盘，看一下在 ARPU 趋稳的大背景下，有哪些因素造就了三大运营商在过去几年内完全不同的股价表现。

首先，从时间段上，我们选取了从 2018 年-至今的股价趋势图，从中我们可以看出，即使的拥有较高的股息率，AT&T 的股价表现最弱，Verizon 则能为投资者提供较为稳定的回报，而 T-mobile 则因为较高的成长性以及合并利好刺激，在疫情后走出了最为突出的股价表现。

图表 7: 北美三大运营商 2018-2021 年股价走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 北美三大运营商历史分红 (分红率以 3 月 30 日收盘价计)

	2018	2018	2019	2019	2020	2020
	每股分红(美元)	分红率	每股分红(美元)	分红率	每股分红(美元)	分红率
AT&T	2	6.5%	2.04	6.6%	2.08	6.8%
T-mobile	0		0		0	
Verizon	2.385	4.1%	2.435	4.2%	2.485	4.2%

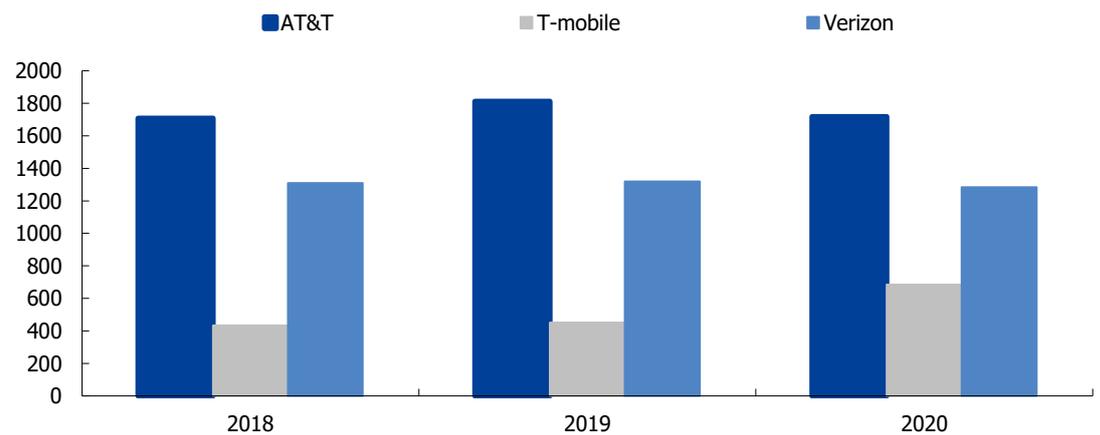
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

接下来, 我们将会详细比较运营商在近年的主要运营数据, 以及探讨他们和运营商股价表现之间的关系。

营收增长:

从营收上看, AT&T 和 Verizon 受到疫情影响, 在 2020 年的营收均出现了一定程度的下滑, 而 T-mobile 凭借与 Sprint 的合并, 在 2020 年实现了营收的快速增长。这也一定程度上解释了为什么 T-mobile 的股价能够在三家运营商中脱颖而出。

图表 9: 北美三大运营商营收 (亿美元)

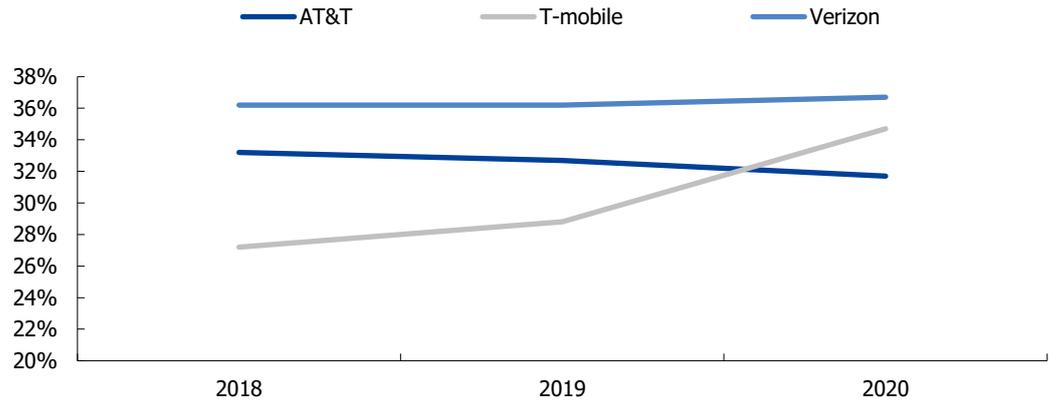


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

EBITDA Margin:

从盈利能力上来看, 受到之前战略扩张留下的费用影响, AT&T 的盈利能力逐年下降, 并且 2020 年绝对值为三家最低。Verizon 的盈利能力长期保持稳定, 在 2020 年略有上升。T-mobile 的利润率则在 2020 年与 Sprint 合并后, 由于运营费用的缩减, 出现较大幅度改善。

图表 10: 北美三大运营商 EBITDA Margin (%)

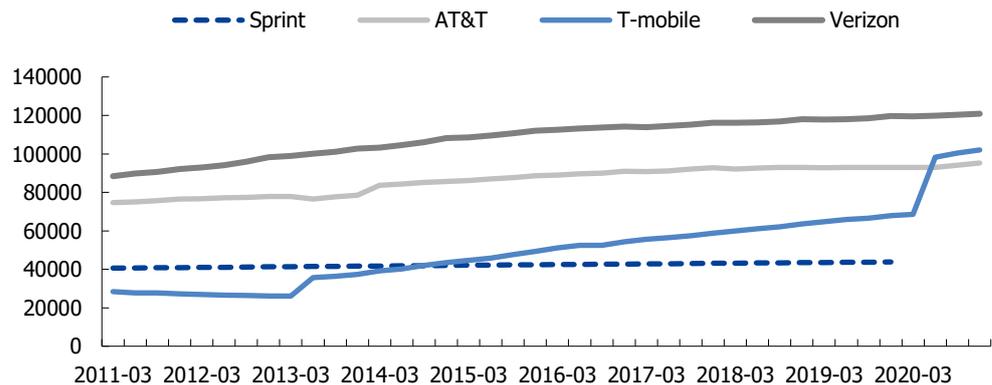


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

用户数:

从用户数来看, AT&T 的移动用户数从 2018 年开始, 一直保持着稳中略降的态势, 在 2020 年下半年随着疫情催化出现了一定程度的复苏。Verizon 的用户数则一直保持稳定, 变化幅度较小。增长最明显的是 T-mobile, 直接原因是其在 2020Q1 与 Sprint 完成的合并, 但是值得注意的是, 在完成合并之后, T-mobile 的用户数依旧保持着高速增长, 这得以于其专注无线主业和更加精简的套餐业务。(下表数据中和合并数据在 20Q2 之前为两家单独数据加总, 因合并后统计口径以及用户融合影响, 在合并当期出现下降, 但重点应该关注的是合并后快速上升趋势。)

图表 11: 北美运营商用户数 (千人)



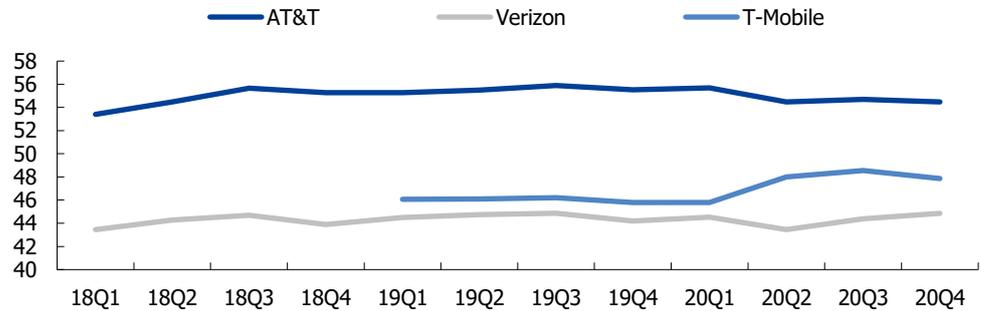
资料来源: 北美三大运营商财报, 国盛证券研究所

ARPU:

从 ARPU 上来看, 北美运营商由于是市场化竞争且没有提速降费等政策因素影响, 因此 ARPU 值并没有出现中韩一样的触底回暖走势, 而是在近年来保持着稳定, 并且各家运营商之间的 ARPU 走势相关性较弱。AT&T 的 ARPU 在 2018 年略有上升, 之后一直保持稳定, 随后在 2020 年出现了一定程度下降。Verizon 的 ARPU 则在总体上保持稳定, 2020 年有小幅度上升。值得注意的是 T-mobile 凭借其较为领先的 5G 基建和套餐搭配, 在合

并后依旧保持了良好的 ARPU 上升势头。从绝对值上来看，AT&T 的 ARPU 一直保持着较为领先的位置，这与其过往积累的信号覆盖程度和服务有一定关系。

图表 12: 北美三大运营商 ARPU (美元)



资料来源: 北美三大运营商财报, 国盛证券研究所

四、数字化转型大潮下，国内运营商该看什么？

根据上文分析，决定北美运营商 Alpha 的主要因素包括了营收，利润率和客户数量。下面我们将从这方面来分析除了 ARPU 值之外，决定国内运营商 Alpha 的因素。

营收增长：C 端营收稳定下，B 端将成为决定营收增长的关键

与美国运营商正在经历的流媒体转型类似，国内运营商也在经历一轮新的转型机会。随着数字经济逐渐深化，运营商在进行数字化转型的过程中，to B 端业务不断深化，面向 B 端的 IDC、物联网、5G 专网等业务，给运营商带来了新的营收增长动力。在国内竞争格局稳固，C 端业务增长较为缓慢的大背景下，to B 端业务的营收增量极有可能成为决定运营商 Alpha 的关键因素。

从国内三家的 to B 端增量来看，随着经济数字化的程度不断深入，to B 业务均保持了不俗的增速。中国联通 to B 业务 18-20 年增速分别为 45%/43%/30%，中国电信 to B 业务 2020 年增速为 10%，中国移动 to B 业务 18-20 年增速分别为 11%/24%/26%。

图表 13: 中国联通 2B 业务增速



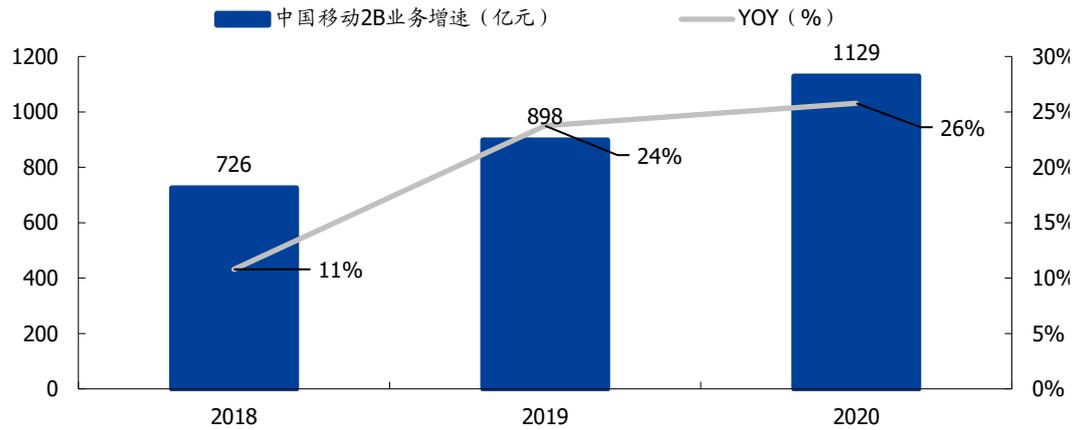
资料来源: 中国联通, 国盛证券研究所

图表 14: 中国电信 2B 业务增速



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

图表 15: 中国移动 2B 业务增速



资料来源: 中国移动, 国盛证券研究所

用户数: ARPU 值与用户数之间的抉择思考

近年来, ARPU 值逐渐取代了用户数, 成为了运营商关注的重点领域。国内三大运营商纷纷进行渠道改革, 提高营销效率, 提高了 ARPU。但从北美和韩国的情况来看, 用户数量仍然是决定运营商经营质量的重要因素。无论是韩国三大运营商打响 5G 价格战, 来争取更多的新用户, 还是 T-Mobile 通过精简套餐, 快速获取用户从而获得资本市场认可。都体现出用户作为运营商的核心资产的重要性, C 端业务无论在 5G 时代出现何种变革, 最终的营收都需要落实到每一个用户上。我们认为, 目前运营商渠道改革, 提高营销效率, 紧抓 ARPU 的步伐已经放缓, 在将来除了 ARPU, 也要注重运营商用户数的增长情况和 ARPU 值之间的动态平衡。

我们总结了三大运营商用户数和 ARPU 之间的变化趋势, 从总体上看, 联通 ARPU 快速上升的同时, 用户数规模缩减较快。电信和移动 ARPU 在 20 年下降速度出现一定缓解, 同时两家的用户数一直保持了温和增长趋势。

图表 16: 中国联通用户数与 ARPU 值 (千人, 元)



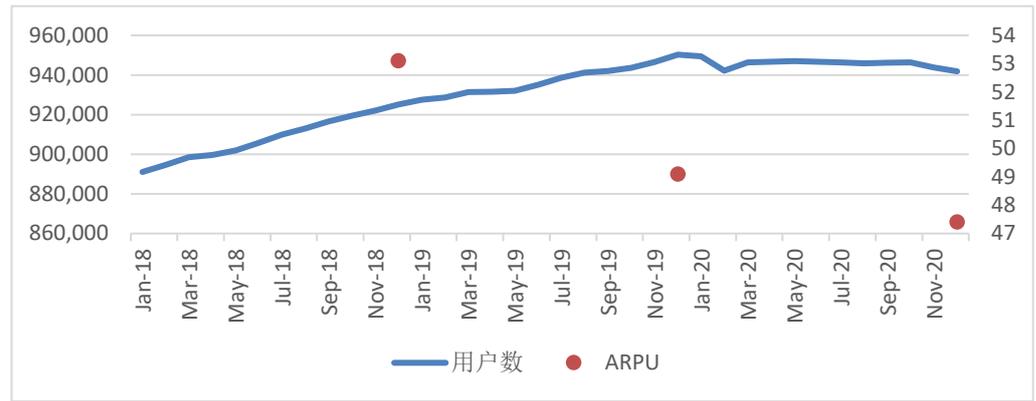
资料来源: 中国联通, 国盛证券研究所

图表 17: 中国电信用户数与 ARPU 值 (百万人, 元)



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

图表 18: 中国移动用户数与 ARPU 值 (千人, 元)



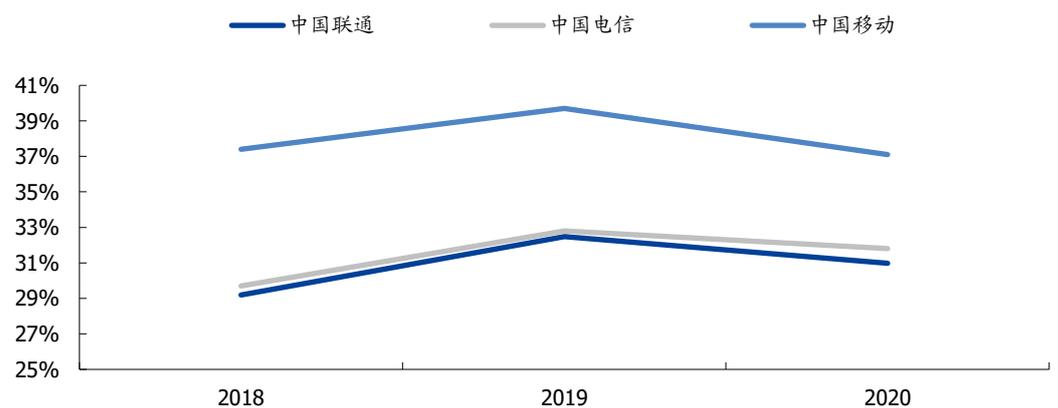
资料来源: 中国移动, 国盛证券研究所

利润率: 新业务拓展要避免陷入“AT&T”陷阱

从北美运营商的经验来看, EBITDA 率是决定运营商股价走势的重要因素之一。较高的 EBITDA 率代表了运营商较好的盈利能力和较合理的费用支出。以 AT&T 为例, 其因为 Direct TV 和时代华纳的两笔收购产生了较为繁重的运营费用, 同时公司由于自建流媒体渠道, 所以更需投入重金与 Youtube TV 和奈飞进行竞争, 虽然收购带来了一定的营收增长, 但 EBITDA 率的下降让投资者对于公司新业务和总体的盈利能力产生担忧, 因此无论是股价还是债券评级, 都产生了较为不利的影响。

当下正值国内运营商全面横向拓展 C 端业务+抢占 B 端业务的关键阶段, 因此运维费用和业务拓张费用花费较大。从具体数据来看, 中国联通 2018-2020 年 EBIDA 率为 29.2%/32.5%/31.0%; 中国电信 2018-2020 年 EBIDA 率为 29.7%/32.8%/31.8%; 中国移动 2018-2020 年 EBIDA 率为 37.4%/39.7%/37.1%, 下降幅度为三家中最大。

图表 19: 国内三大运营商 EBITDA Margin (%)

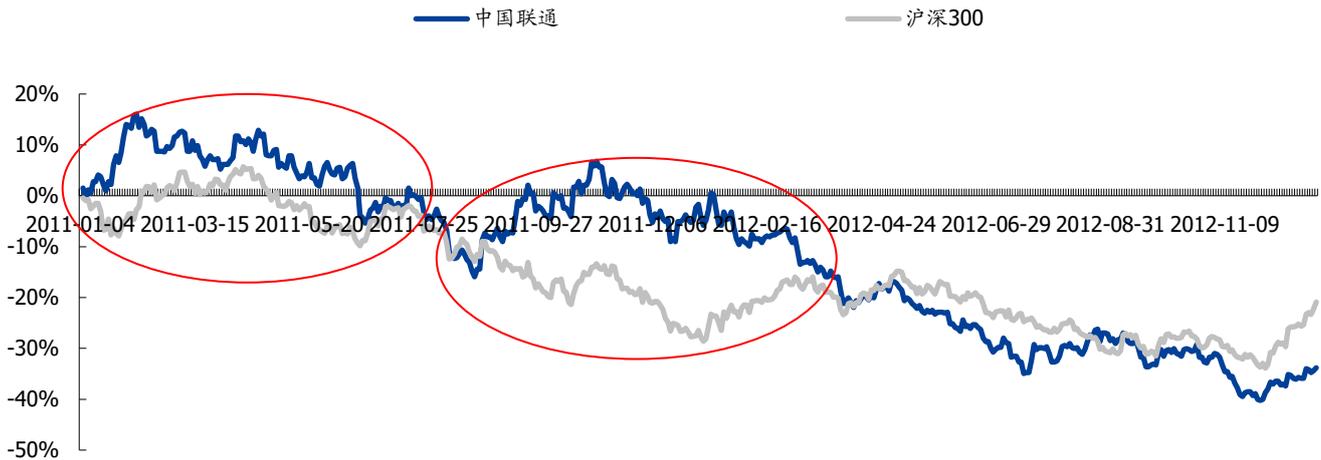


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

五、投资策略

我们认为，5G 逐步从基站创新周期过渡到流量运营周期，运营商在流量端的价值逐步体现，且中移动、中电信的回归将构成中期催化剂。回顾 3G、4G 时代，在网络建设告一段落（或市场预期较为充分）、整体市场不确定性增强的时候，运营商的配置价值将更加凸显，以 2011-2012 年为例，在市场处于下行趋势时，运营商相对收益明显。

图表 20: 2011-2012 中国联通与沪深 300 收益率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们认为，当前 5G 逐步从基站创新周期过渡到流量运营周期，运营商在流量端的价值逐步体现，且中移动、中电信的回归将构成中期催化剂。推荐中国移动、中国电信、中国联通。

六、风险提示

5G 建设不及预期，疫情恢复不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com