

通信

运营商行业专题

超配

(维持评级)

2021年04月06日

运营商年报总结：业绩拐点已现，关注 3I 投资方向

证券分析师：马成龙

021-60933150

machenglong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518100002

证券分析师：陈彤

0755-81981372

chentong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080001

事项：

近期，三大运营商相继发布了 2020 年报，本文对其经营情况进行对比分析，并从运营商经营重心和资本开支结构的变化角度探寻产业投资方向。

国信通信核心观点：

运营商经营拐点显现，未来几年无序竞争趋缓，新业务增长贡献加大，费用端压力可控。看好运营商经营改善和高股息回报，当前估值较低，股息率较高，建议持续重点关注港股运营商投资机会。

另外，总结运营商经营重心的转移和资本开支投资结构变化，我们认为 2021 年应该重点关注“3I”投资方向——IDC、IOT、ICT 相关产业链机会。

评论：

■ 盈利能力：运营商经营拐点显现，盈利能力稳中有升

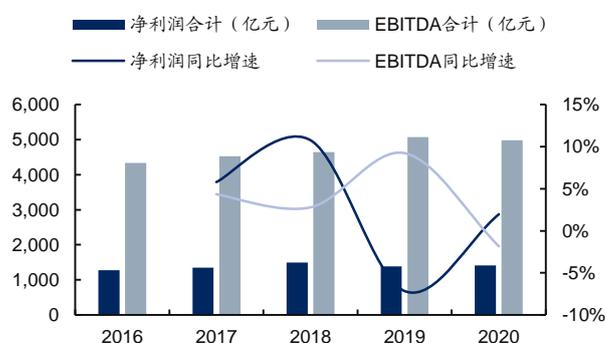
运营商通信收入和利润增速均反转，经营拐点显现。三大运营商 2020 年实现营业收入合计 1.47 万亿元，同比增长 3.8%；服务收入合计 1.25 万亿元，同比增长 3.8%；净利润合计 1411.86 亿元，同比增长 1.9%；EBITDA 合计 4981.54 亿元，同比下降 1.8%。

图 1：三大运营商营业收入/服务收入合计及增速



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

图 2：三大运营商净利润/EBITDA 合计及增速

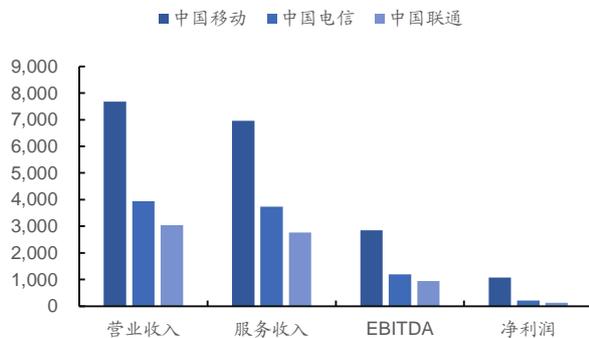


资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

中国电信和中国联通的收入增速优于行业平均，中国联通的业绩弹性表现突出。2020 年三大运营商净利润均实现增长，

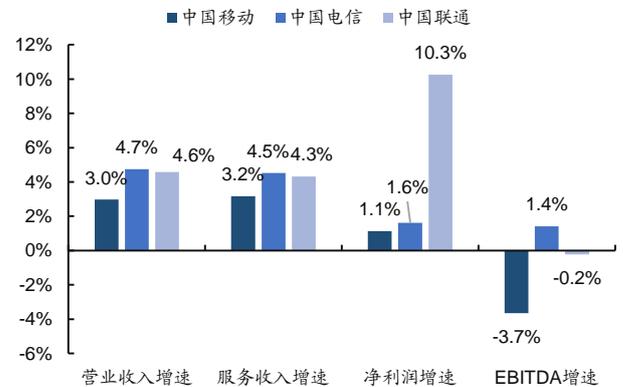
其中中国联通的业绩弹性表现突出，移动和电信实现止跌回升。中国移动和中国联通的 EBITDA 出现小幅下滑，中国电信的 EBITDA 同比增长 1.4%。

图 3：2020 年三大运营商经营数据对比（亿元）



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

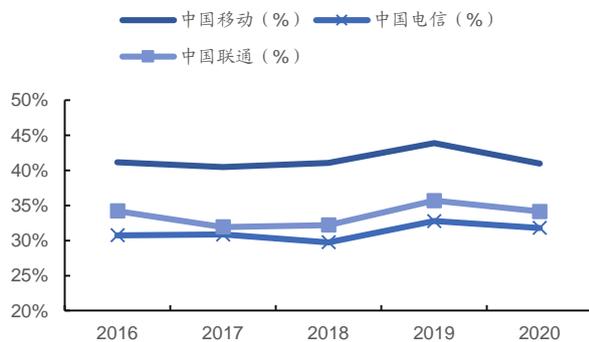
图 4：2020 年三大运营商成长性对比



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

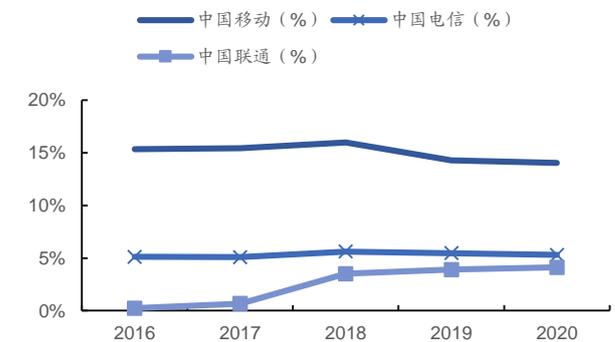
2020 年三大运营商的净利率整体保持平稳，中国移动和中国电信净利率小幅下降，中国联通净利率小幅上升。三大运营商的 EBITDA 率（占服务收入比例）均出现下滑，主要与运营商折旧及摊销比例下降有关。

图 5：三大运营商 EBITDA 占服务收入比例变动情况



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

图 6：三大运营商净利率变动情况



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

■ 业务结构：三大运营商业务结构持续优化，创新业务收入占比提升

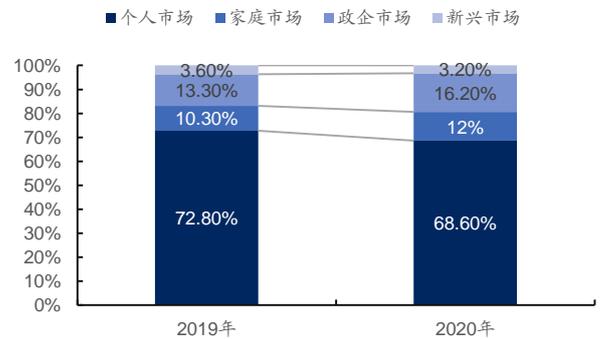
中国移动：C 端市场收入占比下降，HBN（家庭、政企、新兴）市场收入占比提升。中国移动的收入按市场分为 CHBN，分别是个人市场、家庭市场、政企市场和新兴市场，CHN 市场收入占比从 2019 年的 27.2% 提升至 31.4%；按业务类型分为无线上网、有线宽带、应用及信息服务、短彩信、语音和其他，新业务（应用及信息服务和其他业务）收入占比从 2019 年的 15.3% 提升至 17.4%，传统业务中的语音收入持续下滑。2020 年对中国移动通信服务收入增长贡献最大的市场是政企市场和家庭市场，分别同比增长 25.8% 和 20%，对收入增长贡献最大的业务是应用及信息服务和有线宽带业务。围绕家庭和政企展开的创新业务是中国移动的新增长点。

图 7: 中国移动 2020 年分业务经营情况

收入(亿元)	2020	同比变化	占通信服务收入比
通信服务收入	6,956.92	3.2%	100.0%
C: 个人市场收入	4,769.66	-2.8%	68.6%
其中: 无线上网	3,756.31	0.3%	54.0%
语音及短彩信	790.58	-12.2%	11.2%
H: 家庭市场收入	832.08	20.0%	12.0%
B: 政企市场收入	1,129.20	25.8%	16.2%
其中: DCCT	435.00	66.5%	6.3%
其中: 移动云	91.72	353.8%	1.3%
N: 新兴市场收入	225.98	-7.9%	3.2%
其中: 国际业务	110.61	16.6%	1.6%

资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 8: 中国移动通信服务收入结构优化, HBN 收入占比提升



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 9: 中国移动通信服务收入增长贡献-分业务



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 10: 中国移动通信服务收入增长贡献-CHBN



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

中国电信: 移动业务和固网业务收入均实现稳步增长, 智慧家庭和产业数字化收入占比持续提升。

图 11: 中国电信分业务收入增长情况

RMB Mil	2019	2020	Change
Service Revenue	357,610	373,798	4.5%
Mobile Service Revenue	175,546	181,687	3.5%
Incl.: Voice	26,721	24,892	-7.1%
Data	148,447	156,443	5.4%
Incl.: Handset, Internet Access	123,203	130,655	6.0%
Others	378	412	9.0%
Wireline Service Revenue	182,064	192,111	5.5%
Incl.: Voice	18,425	16,094	-13.0%
Data	158,398	171,084	8.0%
Incl.: Broadband Access	68,413	71,872	5.1%
Information & Application Services	65,245	73,701	13.0%
Others	5,241	4,993	-4.7%
Sales of Terminals & Equipment and Others	18,124	19,763	9.0%
Sales of Mobile Terminals & Equipment	9,364	10,711	14.4%
Sales of Wireline Equipment & Other Non-service Revenue	8,760	9,052	3.3%
Total	375,734	393,561	4.7%

资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 12: 中国电信智慧家庭和产业数字化业务收入增长情况

RMB Mil	2019	2020	Change
Smart Family	8,077	11,102	37.5%
Industrial Digitalization	76,538	83,968	9.7%
Incl.: IDC	25,405	27,975	10.1%
Industry Cloud	7,074	11,175	58.0%
Network Dedicated Line	19,689	19,744	0.3%
IoT	1,868	2,169	16.1%
Internet Finance	1,339	1,647	23.0%

资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

中国联通: 移动业务收入平稳, 固网收入占比提升, 产业互联网收入占比提升。中国联通 2020 年移动业务中语音业务持续下滑, 数据流量及其他收入实现增长; 固网业务收入增长 10.6%, 主要受 IDC、IT 服务、云计算及电路出

租等细分业务拉动明显。2020年中国联通的产业互联网收入为427.2亿元，同比增长30%，在服务收入中占比从2019年的12.4%提升至15.5%。

图 13: 中国联通分业务收入增长情况

(亿元人民币)	2019	2020	同比变化
移动服务收入	1,563.81	1,566.71	0.2%
语音	301.64	263.98	-12.5%
数据流量	1,034.32	1,058.95	2.4%
其他	227.85	243.78	7.0%
固网服务收入	1,056.59	1,168.99	10.6%
语音	93.14	90.92	-2.4%
宽带接入	415.74	425.62	2.4%
其他 ¹	547.71	652.45	19.1%
其他服务收入	23.46	22.44	-4.3%
销售通信产品收入	261.28	280.24	7.3%
合计	2,905.15	3,038.38	4.6%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

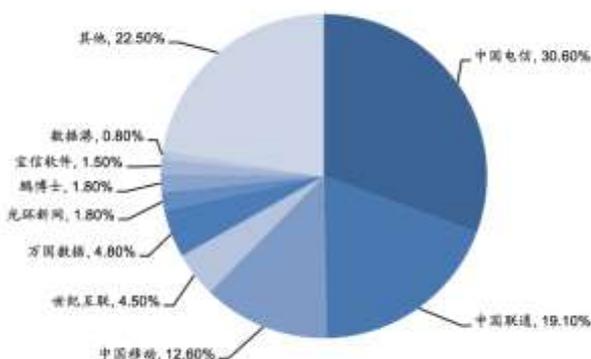
产业互联网成为三大运营商的新增长点，其中云计算是增速最快的业务。中国电信凭借 IDC 和宽带资源优势，目前产业互联网收入规模最大，尤其是 IDC、ICT 和云计算业务方面，中国移动和中国联通后起之势迅猛，积极布局赶上。IoT 业务方面，中国移动的收入规模超过电信和联通之和，并保持 22% 的高速增长，中国电信 IoT 收入规模最小，增速也相对缓慢。

表 1: 运营商产业互联网业务情况 (亿元)

	中国电信			中国移动			中国联通		
	2019	2020	增速	2019	2020	增速	2019	2020	增速
IDC	254	280	10%	105	162	54%	162	196	21%
云	71	112	58%	20	92	360%	24	38	58%
IOT	19	22	16%	88	107	22%	30	42	40%
ICT	210	214	2%	67	95	42%	113	151	34%
合计	522	589	13%	280	456	63%	329	427	30%
产业互联网收入占营收比例	13.9%	15.0%		3.8%	5.9%		11.3%	14.1%	

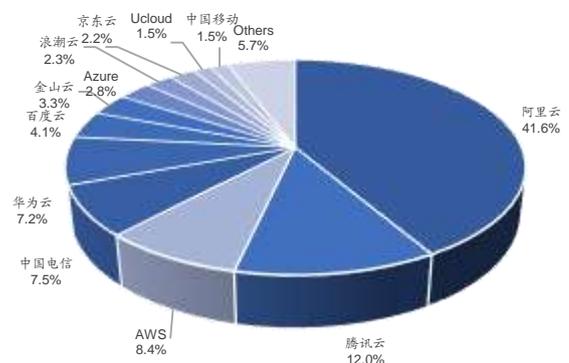
资料来源: 运营商年报、国信证券经济研究所分析师整理 (产业互联网业务包括 IDC、ICT、云计算和其他应用及信息服务。中国电信的 ICT 收入=网络专线收入+金融科技收入; 中国移动的 ICT 收入按原文披露; 中国联通的 ICT 收入=IT 服务收入+大数据收入)

图 14: 2019 年 IDC 市场份额



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2020 年 H1 公有云 IaaS+PaaS 市场份额



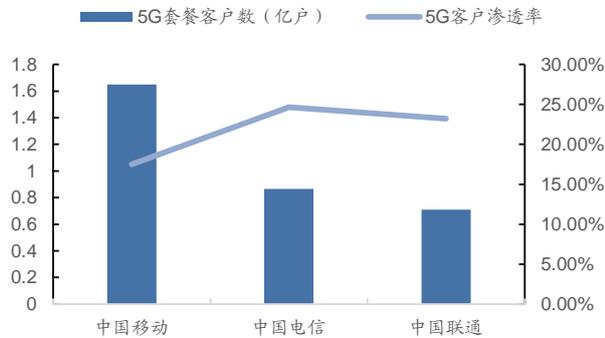
资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

■ 移动业务: 5G 用户快速提升, 对 ARPU 提升作出重要贡献

5G 套餐用户加速渗透, 合计达 20%。三大运营商的 5G 套餐客户数合计 3.22 亿户, 在移动用户中的渗透率约 20%,

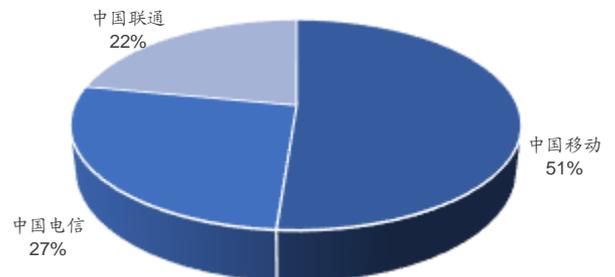
目前中国移动份额超过一半。

图 16: 三大运营商 5G 套餐客户数及渗透率



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

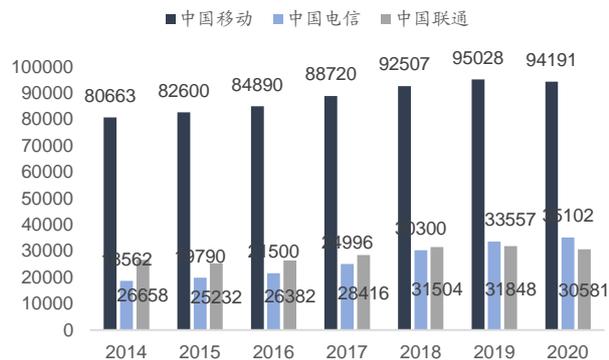
图 17: 5G 套餐客户数市场份额



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

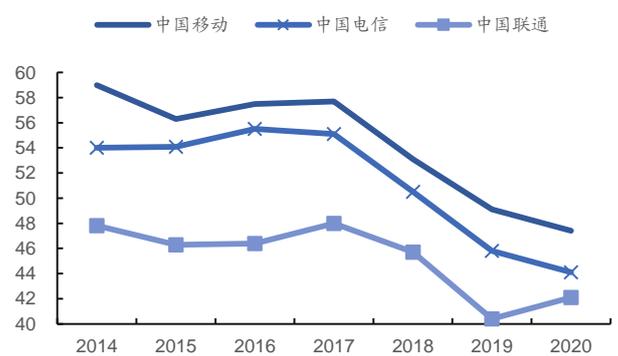
移动 ARPU 值受益 5G 拉升有望触底反弹。三大运营商自 2019 年三季度开始取消“不限流量套餐”，以及 5G 用户 2020 年加速渗透，移动用户 ARPU 有望触底。中国联通的移动用户 ARPU 值从 2019 年的 40.4 元提升至 2020 年的 42.1 元，中国电信的 5G ARPU 为 65.5 元/户/月，相比迁移前的 4G 用户 ARPU 值提升 10%。

图 18: 运营商移动客户数变化 (万户)



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

图 19: 运营商移动 ARPU 值变化 (元/月/户)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

■ 固网业务: 智慧家庭增值业务助力 ARPU 提升, 固网收入表现亮眼

随着农村宽带用户增长, 固网宽带接入用户快速增长。根据工信部统计, 截至 2020 年底, 全国农村宽带用户总数达 1.42 亿户, 全年净增 712 万户, 比上年末增长 5.3%。在此推动下, 三大运营商的有线宽带客户数 2020 年合计为 4.55 亿户, 同比增长 7.4%。

图 20: 运营商有线客户数变化 (万户)



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2015-2020 年农村宽带接入用户及占比情况

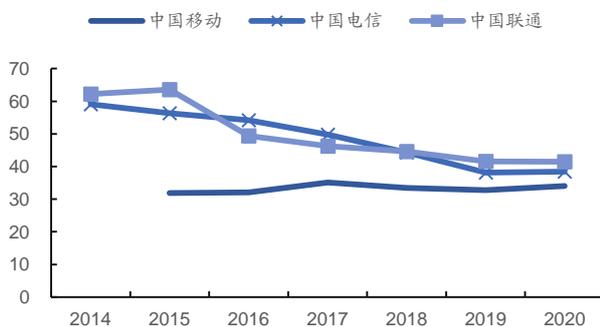


资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

三大运营商均推出智慧家庭等创新增值业务, 宽带 ARPU 值有望加速提升。智慧家庭是固网宽带业务转型的重要抓手, 固移协同发展, 有利于运营商减少客户流失, 提升宽带粘性和附加值。运营商在智慧家庭领域侧重凸显应用服务, 主要以“自有核心应用”+“厂家硬件”合作形式推广。智慧家庭概念体系主要包含智能双千兆、智能家居设备、智能应用、智能服务等。

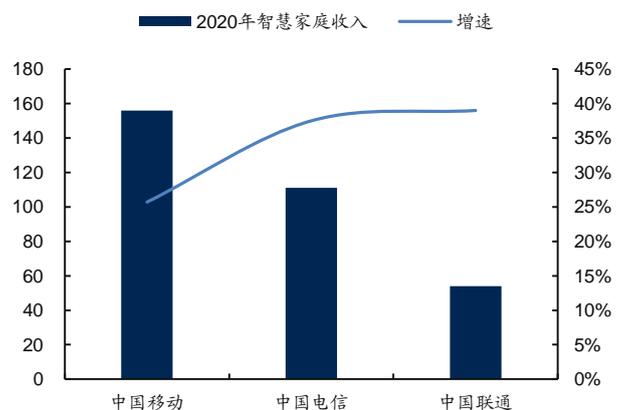
- 中国移动以智能家庭网关、魔百和、多形态终端作为智慧家庭的三大入口, 基于家庭能力开放平台, 打造硬件和内容双生态。2020 年中国移动的家庭市场收入 832.08 亿元, 同比增长 20%, 家庭宽带客户净增 1500 万, 其中智慧家庭增值业务收入 156 亿元, 同比增长 25.7%。魔百和在家庭宽带客户中的渗透率达到 73.3%。
- 中国电信正通过全屋 Wi-Fi、引入 FTTR, 以及可视可管可维的智能运维体系, 推动千兆网络演进。通过云边网端一体化能力平台, 构建普通上网通道、IPTV 专网通道、云网超宽带能力通道、IPTV 赛事点播、VR/AR、云游戏、超高清等多维度的能力体系。中国电信的智慧家庭收入为 111.02 亿元, 同比增长 37.5%。
- 中国联通持续推进“1+4+X”智慧沃家战略, 1 代表高速连接, 包括千兆 5G、千兆宽带和千兆 Wi-Fi; 4 代表 4 大核心能力, 包括云能力、业务能力、入口能力和平台能力; X 代表产业生态, 包括内容生态、应用生态、终端生态、渠道生态、运营生态, 推动宽带业务从“一根线”到“一个家”延伸。中国联通的智慧家庭产品收入为 54 亿元, 同比增长 39%。

图 22: 运营商有线宽带接入 ARPU 值变化 (元/月)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 23: 三大运营商 2020 年智慧家庭收入及增速

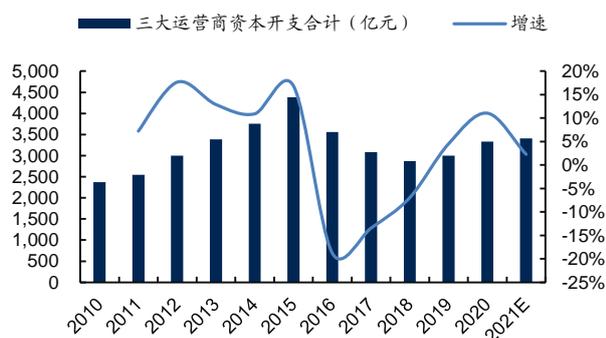


资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

■ 资本开支：整体平稳，无线侧投资放缓，向传输网、云基础设施和产业互联网方向倾斜

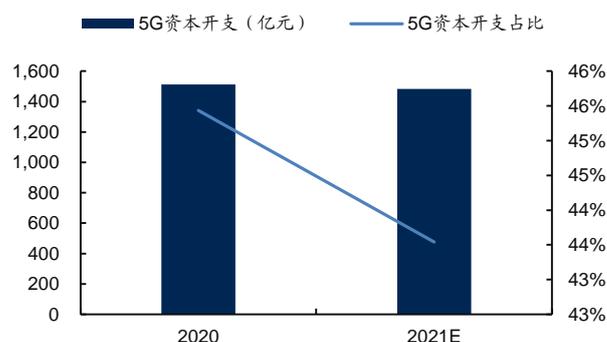
运营商整体 CAPEX 增速放缓，5G 资本开支稳中有升。三大运营商 2020 年资本开支合计 3330 亿元，同比增长 11%，2021 年计划 3406 亿元，同比 2.3%，增速有所放缓。2021 年三大运营商的 5G 相关资本开支预计为 1483 亿元，同比下降约 2%，在资本开支中占比 44%，再考虑上广电的 5G 资本开支，整体应该稳中有升。

图 24：三大运营商资本开支合计



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

图 25：三大运营商 5G 资本开支情况



资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

- 中国移动 2021 年资本开支结构上降低无线侧占比，提升传输网、业务支撑网等占比。
- 中国电信 2021 年资本开支结构上降低无线侧和固网宽带网络投资占比。无线侧投资下降主要是 4G 投资缩减，5G 投资稳中有升，亮点在于对产业数字化的重视，相关资本开支主要投向云和 IDC。
- 中国联通 2021 年资本开支结构上与 2020 年基本一致，5G 资本开支有所增长。

表 2：三大运营商 2020 年实际及 2021 年计划资本开支结构（单位：元）

	2020	2021E	增速
移动通信网	1015 亿 (56.2%)	931 亿 (50.7%)	-8.3%
其中：5Gcapex	781 亿	736 亿	-5.8%
中国移动			
传输网	424 亿 (23.5%)	483 亿 (26.3%)	13.8%
业务支撑网	267 亿 (14.8%)	279 亿 (15.2%)	4.5%
土建及动力	87 亿 (4.8%)	83 亿 (4.5%)	-4.6%
其他	13 亿 (0.7%)	61 亿 (3.3%)	369.2%
小计 (亿元)	1806	1836	1.7%
5G 网络	392 亿元 (46.2%)	397 亿元 (45.6%)	1.3%
4G 网络	90 亿 (10.6%)	15 亿 (1.7%)	-83.3%
中国电信			
宽带与网络	114 亿 (13.4%)	110 亿 (12.6%)	-3.5%
信息及应用	132 亿 (15.6%)	220 亿 (25.3%)	66.4%
IT 支撑	45 亿 (5.3%)	48 亿 (5.5%)	6.5%
基建及其它	75 亿 (8.9%)	81 亿 (9.3%)	7.2%
小计 (亿元)	848	870	2.6%
移动网络	379 亿 (56%)	399 亿 (57%)	5.4%
其中：5G CAPEX	340 亿	350 亿	2.9%
中国联通			
基础设施、传输网及其它	196 亿 (29%)	203 亿 (29%)	3.6%
宽带及数据	101 亿 (15%)	98 亿 (14%)	-3.4%
小计 (亿元)	676	700	3.6%
合计 (亿元)	3330	3406	2.3%

资料来源：运营商年报、国信证券经济研究所分析师整理（括号内为资本开支分项在总资本开支的占比）

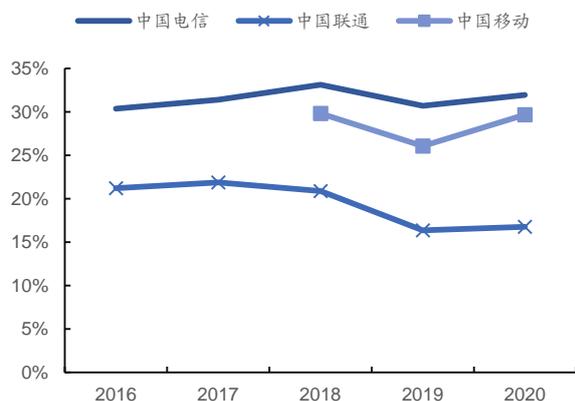
总体来看，三大运营商资本开支向产业互联网业务和云基础设施方向倾斜，四大运营商的 5G 总体资本开支总体预计稳中有升。另外，中国移动在传输网侧的投资提升明显，后续联通和电信也可能跟进。建议重点关注与运营商资本开支相关的企业数字化方向。

■ **费用管控：销售费用下降，薪酬水平提升，运维压力还需缓解**

共建共享持续推进，5G 按需建设，运营商 5G 资本开支和运维压力有所缓解。2020 年中国联通和中国电信新增合建 5G 基站 30 万站，双方累计共节省投资大于 760 亿元；新增 4G 共享基站 17 万座，双方共节省投资 90 亿元。在基础资源方面，联电累计共建共享骨干光缆 7000 多公里，杆路 4.1 万公里、管道 2.1 万公里，双方共节省投资 22 亿元。预计 2021 年新增合建 5G 基站 32 万站。此外，中国移动和广电在 700MHz 的合作也如火如荼，根据中国移动 2021 年规划，拟与中国广电联合采购 700MHz 基站 40 万站以上，于 2021 年-2022 年建成投产。

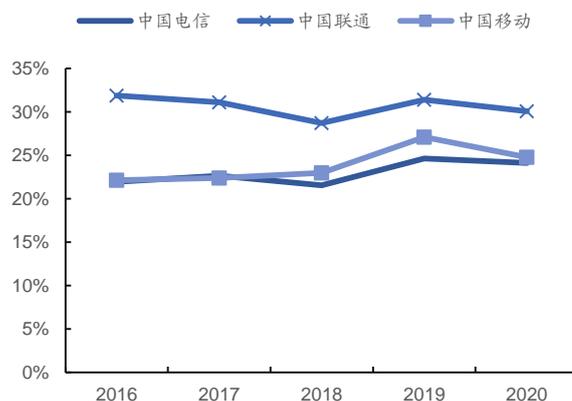
5G 基站耗电问题致使运营支撑成本承压，共建共享利于缓解运营压力，运营支撑成本整体可控，折旧摊销费用企稳或下降。网络运营支撑成本主要包括铁塔使用费、网络维护费用和电费及其他等，其主要和所需运维的通信网络规模正相关，因此与收入规模正相关。5G 基站的数目高于 4G 基站，并且单站耗电量增加会使运营维护成本上升，运营商共建共享以及各地政府的电费补贴一定程度上有助于抵消 5G 基站成本的上升。2020 年电信、移动、联通的网络运营支撑成本占服务收入比例分别为 32.0%、29.7%和 16.8%，电信相对较高，联通整体网络规模相对较小，移动的用户数体量大规模效应明显。2020 年电信、移动、联通的折旧及摊销成本占服务收入比例分别为 24.1%、24.8%和 30.1%。

图 26：三大运营商网络运营及支撑成本对比



资料来源：中国信通院，国信证券经济研究所整理

图 27：三大运营商折旧及摊销对比

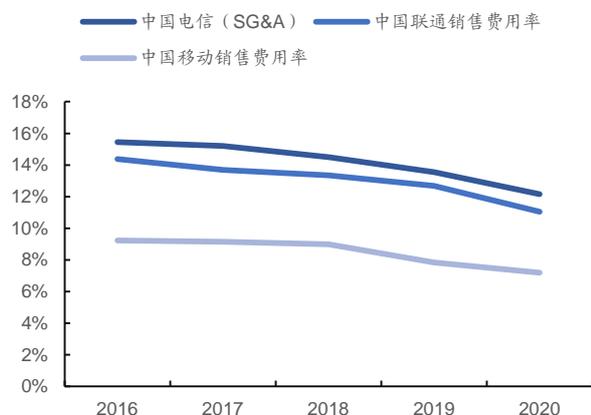


资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

行业无序竞争趋缓，销售及管理费用有望持续优化。随着市场竞争趋于理性化，运营商从关注用户数转向更加关注用户价值经营，减少对低价值且高销售成本用户的投入，销售、一般及管理费用率也有望稳中有降。对比三大运营商的销售费用率，中国移动由于规模优势，销售费用率最低，中国电信销售费用率略高于中国联通，共性是三大运营商的销售费用率整体呈现下降趋势。

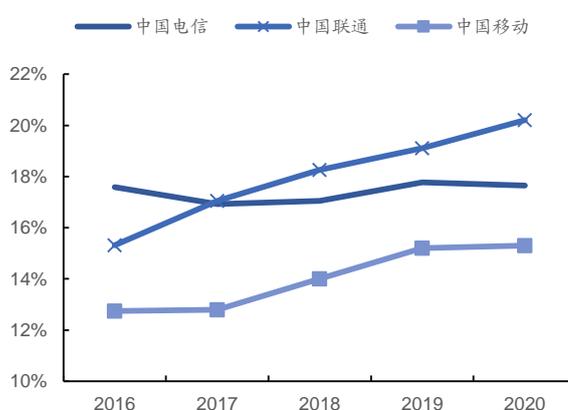
加大研发人员引入，人工成本比例预计稳中有升。三大运营商重视创新业务发展，需要通过具备竞争力的薪酬引入研发及管理人才，激发组织创新活力，同时公司加大体制改革，减少冗余部门和非核心部门人员投入，我们认为未来职工薪酬将稳中有升。

图 28: 三大运营商网络运营及支撑成本对比



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

图 29: 三大运营商职工薪酬占收入比



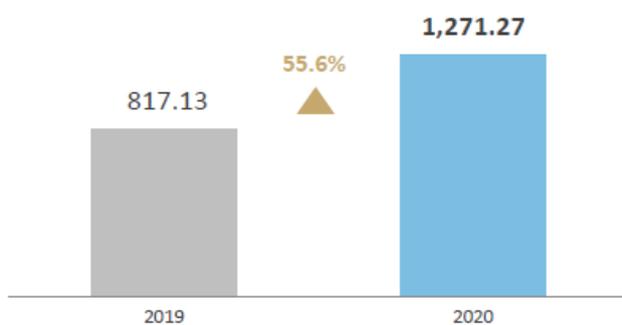
资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

■ 现金流: 现金流强劲, 维持高股息率

三大运营商资债结构合理, 保持强劲充裕的现金流, 维持高股息率。截至 2020 年底, 中国移动、中国联通、中国电信的资产负债率分别为 33.3%、43.6%和 48.8%, 整体保持健康。

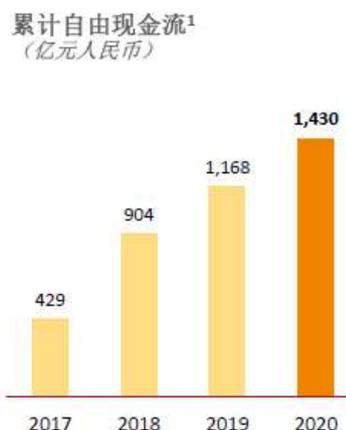
- 中国移动 2020 年每股股息拟派发 3.29 港元, 每股基本盈利 5.27 元人民币, 股息率约 6.4% (截至 2021.4.1, 下同)。
- 中国联通 2020 年每股股息拟派发 0.164 元, 每股基本盈利 0.408 元人民币, 股息率约 4.4%。
- 中国电信 2020 年每股股息拟派发 0.125 港元, 每股基本盈利 0.258 元人民币, 股息率约 4.6%。

图 30: 中国移动自由现金流增长 55.6%



资料来源: 中国信通院, 国信证券经济研究所整理

图 31: 中国联通近年来创造逾千亿自由现金流



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

■ 投资建议: 运营商长期投资价值凸显, 重点关注“3I”产业投资方向

运营商经营拐点显现, 未来几年无序竞争趋缓, 新业务增长贡献加大, 费用端压力可控。看好运营商经营改善和高股息回报, 当前估值较低, 股息率较高, 建议持续重点关注港股运营商投资机会。

另外, 总结运营商经营重心的转移和资本开支投资结构变化, 我们认为 2021 年应该重点关注“3I”投资方向——IDC、IOT、ICT 相关产业链机会。

- IDC: 云网融合是未来运营商转型的必然趋势, 运营商重视云基础设施和 IDC 基础设施的投入, 收入和相关资本开支有望维持高增长。建议关注 IDC 产业链及上游光模块相关投资机会, 重点关注万国数据、金山云、新易

盛等。

- IOT: 物联网是运营商创新业务中的重要组成部分,也是5G的重要应用场景,行业处于高景气成长阶段。建议重点关注移远通信、广和通、拓邦股份、中颖电子等。
- ICT: B端政企数字化业务是运营商的破局方向,亦是运营商的优势领域和经营重点,建议重点关注产业链上如中兴通讯、亿联网络等受益环节。

■ 风险提示

5G投资不及预期;5G应用落地不及预期;运营商经营改善不及预期

表 3: 重点公司盈利预测及估值

代码	简称	股价(元人民币/股)	EPS(元人民币/股)			PE			PB	总市值 (亿元人民币)
		(4月2日)	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E		
600050.SH	中国联通	4.28	0.18	0.20	0.23	24.0	21.1	19.0	0.90	1,327
0941.HK	中国移动	13.7	12.4	11.2	0.7	13.7	12.4	11.2	0.7	13.7
0728.HK	中国电信	2.30	0.26	0.28	0.31	8.9	8.2	7.4	0.51	1,859
均值						13.7	12.4	11.3	0.7	

代码	简称	股价(元人民币/股)	EPS(元人民币/股)			PE			PB	总市值 (亿元人民币)
		(4月2日)	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
300628.SZ	亿联网络	69.48	2.06	1.46	1.95	35.14	47.59	35.63	12.87	627
603236.SH	移远通信	230.50	1.66	2.25	4.24	87.91	102.44	54.36	14.30	258
300638.SZ	广和通	54.69	1.27	1.21	1.77	49.48	45.20	30.90	8.85	132
000063.SZ	中兴通讯	29.60	0.92	1.32	1.54	29.06	22.42	19.22	3.15	1,269
002139.SZ	拓邦股份	11.14	0.32	0.47	0.53	17.12	23.70	21.02	3.69	128
300327.SZ	中颖电子	43.08	0.75	0.75	1.07	34.57	57.44	40.26	11.50	122
300502.SZ	新易盛	45.07	0.9	1.5	1.87	44.59	30.05	24.10	9.93	163
9698.HK	万国数据	68.85	-0.36	-0.2	-0.08				3.88	1,029
KC.O	金山云	288.45	-1.31	-0.41	-0.25				7.79	642

资料来源: Wind, 新易盛和金山云按 WIND 一致预测; 国信证券经济研究所整理及预测(货币兑换按 2021 年 4 月 5 日当日汇率换算, 1 港元 ≈ 0.8443 人民币; 1 美元=6.5646 人民币)

相关研究报告:

- 《通信行业周报 2021 年第 02 期: 中国电信回 A, 涂鸦智能上市, 板块景气度渐升》 ——2021-03-21
 《金山云 2020 年财报点评: Q4 业绩符合预期, 企业云维持高增长》 ——2021-03-19
 《运营商专题: 5G 时代运营商的业绩弹性与价值重估》 ——2021-03-09
 《通信行业周报 2021 年第 01 期: 运营商降费政策力度减弱, 共建共享再迎利好》 ——2021-03-08
 《通信行业 3 月投资策略: 关注两会主题, 持续推荐细分龙头和运营商》 ——2021-03-05

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032