

中国联通(600050)

报告日期: 2021年8月20日

上调盈利预测, 加大派息力度

——中国联通 2021 年中报点评

✍️ 分析师: 张建民 执业证书编号: S1230518060001
☎️ 分析师: 汪洁 执业证书编号: S1230519120002
✉️ Email: zhangjianming1@stocke.com.cn

报告导读

5G 和创新业务驱动增收, 共建共享节减成本, 上调盈利预测; 加大派息力度, 分拆子公司智网科技上市, 维持“买入”评级。

投资要点

□ 5G/创新双引擎驱动

上半年公司服务收入 1486.7 亿元同比增 7.5%, 归母净利润 40.3 亿元同比增 20.6%, EBITDA 494.9 亿元同比增 0.1%, 业绩符合预期; 其中 5G 和创新业务双引擎拉动效果明显, 同时公司适当加大投入促进可持续发展:

- 1) 移动业务: 收入增长 7.3%进一步确认拐点。用户净增 465 万扭转去年下跌态势; 5G 套餐用户渗透率 36.5%领先行业, 拉动 ARPU 增 8.6%至 44.4 元。
- 2) 创新业务: 上半年收入 280 亿元, 同比增 23.6%, 占主营收入同比提升 2.5pct 达到 18.9%, 持续贡献强劲增长动力, 拉动固网整体收入同比增 7.9%。
- 3) 面对转型机遇公司在成本整体可控的情况下适当加大投入, 有利于提升盈利能力。

□ 有序推进分拆上市

公司加快推动下属公司市场化改革进度, 智网科技完成股份制改革并拟作为第一家下属公司分拆上市, 后续存在进一步拓展到其他下属公司的预期。

□ 公司加大派息力度

同时基于公司的业务发展和强劲现金流, 联通红筹公司派发中期鼓励, 并且计划提高 2021 年度全年利润派息率, 进一步体现公司发展信心

□ 盈利预测及估值

当前 5G 已经从以建促用进入建用并举的阶段, 随着 5G 渗透率的提升、创新业务的持续拉动, 公司发展前景向好。上调盈利预测, 预计 2021-23 年净利增速 20.5%/11.7%/11.3%, 维持“买入”评级。

风险提示: 5G 用户新增不及预期; 5G 应用发展不及预期的风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	303,838	329,873	355,736	381,028
(+/-)	4.59%	8.57%	7.84%	7.11%
净利润	5,521	6,654	7,433	8,276
(+/-)	10.82%	20.52%	11.71%	11.34%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.24	0.27
P/E	24.32	20.18	18.06	16.23

评级

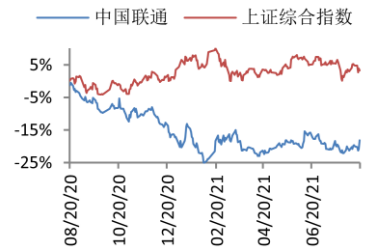
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥4.33

单季度业绩

元/股

2Q/2021 0.17
1Q/2021 0.12
4Q/2020 0.05
3Q/2020 0.11



公司简介

中国联通是国内三大电信运营商之一, 面向全国提供综合电信服务, 业务包括移动业务、固网业务和销售通信产品。

相关报告

- 1 《中国联通点评报告: 重入富时指数, 有望提升估值》2021.06.13
- 2 《中国联通一季报点评: 移动用户和 ARPU 双增, 一季报业绩超预期》2021.04.21
- 3 《中国联通年报点评: 5G 和创新业务驱动向上发展》2021.03.12

报告撰写人: 张建民

联系人: 汪洁

正文目录

1. 中报业绩符合预期	3
2. 5G/创新双引擎增收	3
2.1. 移动业务: 5G 引领成效显著	4
2.2. 创新业务: 持续保持快速增长	5
2.3. 宽带业务: 智家融合双向带动	6
3. 精准投资高效配置	6
4. 加大公司派息力度	8
5. 有序推进分拆上市	9
6. 投资建议	10

图表目录

图 1: 中国联通收入和利润同比增速情况	3
图 2: 中国联通移动服务收入情况	4
图 3: 中国联通移动用户 ARPU	4
图 4: 中国联通移动用户数净增情况	5
图 5: 三大运营商移动用户和 5G 套餐用户份额情况	5
图 6: 中国联通固网服务收入情况	5
图 7: 中国联通产业数字化收入情况	5
图 8: 中国联通产业数字化收入情况	6
图 9: 中国联通产业数字化收入细分情况	6
图 10: 中国联通家庭市场收入情况	6
图 11: 中国联通固网宽带用户净增情况	6
图 12: 中国联通资本开支情况	7
图 13: 中国联通、中国电信深化拓展共建共享	7
图 14: 中国联通 5G 网络建设情况	7
图 15: 中国联通其他营业成本及管理费用情况	8
图 16: 中国联通累计自由现金流情况	9
图 17: 联通红筹公司派息情况	9
图 18: 联通红筹公司股息率情况	9
图 19: 智网科技介绍	10
表 1: 中国联通 2021 年上半年业绩概览	3
表 2: 中国联通 2021 年上半年关键收入指标	4
表 3: 中国联通 2021 年上半年成本费用关键指标	8
表附录: 三大报表预测值	11

1. 中报业绩符合预期

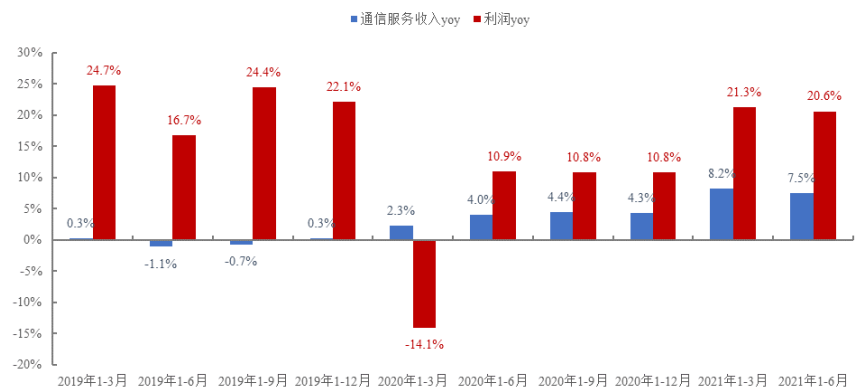
公司发布半年报，2021年上半年实现营业收入1641.75亿元，同比增长9.2%；服务收入1486.74亿元，同比增长7.5%；净利润91.72亿元，同比增长21.0%；归母净利润40.33亿元，同比增长20.6%；EBITDA 494.89亿元，同比增长0.1%；业绩符合预期。

表 1：中国联通 2021 年上半年业绩概览

	2021H1	同比
营业收入(亿元)	1641.74	9.2%
通信服务收入(亿元)	1486.74	7.5%
净利润(亿元)	91.72	21.0%
归母净利润(亿元)	40.33	20.6%
扣非后归母净利润(亿元)	41.74	17.9%
EBITDA(亿元)	494	0.1%
自由现金流(亿元)	371	62.0%

资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 1：中国联通收入和利润同比增速情况



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2. 5G/创新双引擎增收

2021年上半年，公司服务收入1486.74亿元，同比增长7.5%，其中移动主营业务收入为821亿元，同比增长7.3%，固网主营业务收入606亿元，同比增长7.9%，5G和创新业务双引擎拉动效果显著，移动、固网均衡向好。

表 2：中国联通 2021 年上半年关键收入指标

	2021H1 收入, 亿元	收入占比	2021H1 同比增速
移动主营业务收入	820.92	50.0%	7.3%
语音	129.52	7.9%	0.9%
数据流量	546.54	33.3%	5.0%
其他	144.86	8.8%	24.7%
固网主营业务收入	605.66	36.9%	7.9%
语音	45.61	2.8%	3.4%
宽带接入	220.25	13.4%	0.7%
其他	387.44	23.6%	13.0%
其他主营业务收入	12.52	0.8%	-0.1%
销售通信产品收入	155.00	9.4%	28.5%
收入合计	1641.75	-	9.2%

资料来源：中国联通，浙商证券研究所

2.1. 移动业务：5G 引领成效显著

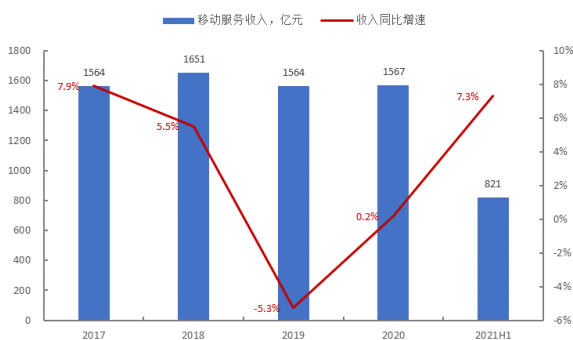
公司上半年移动业务收入 821 亿，同比增长 7.3%，主要得益于 5G 的引领以及高质量发展，继 2020 年全年同比转正实现 0.2% 增长后，上半年移动业务恢复势头强劲，移动业务拐点进一步确认。

用户数方面，上半年公司移动用户净增 465 万达到 3.10 亿，扭转 2020 年下跌 1266 万态势，截至 6 月底，公司 5G 套餐用户数达到 1.13 亿，5G 套餐用户渗透率达到 36.5%，行业领先，5G 套餐用户市占率达到 22.9%，显著高于整体移动市场占有率 19.2%。

得益于 5G 用户渗透率的提升、内容权益的带动、宽移融合的规模发展等，上半年公司移动用户 ARPU 达到 44.4 元，较去年同期的 40.9 元同比大幅增长 8.6%。

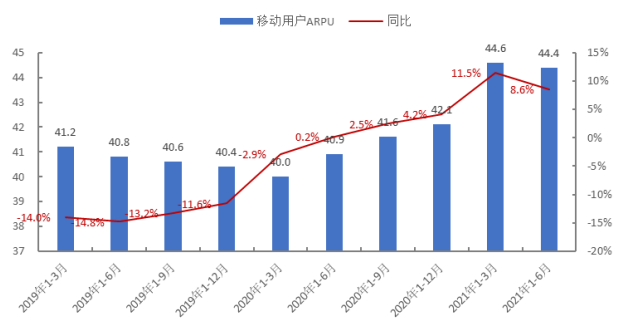
看好未来 5G 渗透率持续提升和高质量发展对公司移动主营业务收入的持续拉动。

图 2：中国联通移动服务收入情况



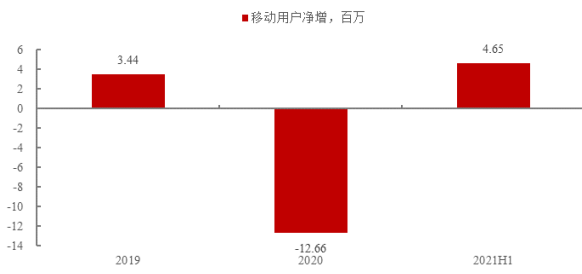
资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 3：中国联通移动用户 ARPU



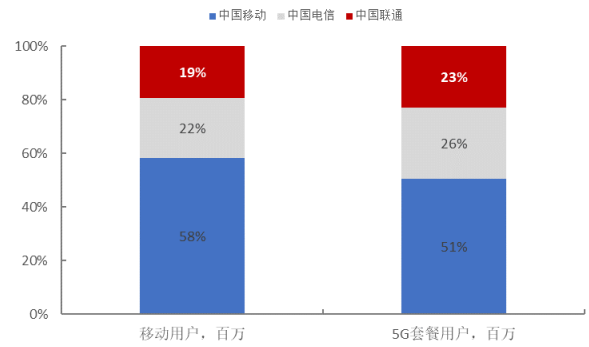
资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 4：中国联通移动用户数净增情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 5：三大运营商移动用户和 5G 套餐用户份额情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

2.2. 创新业务：持续保持快速增长

创新业务方面，公司紧抓经济社会数字化、网络化、智能化转型需求，积极发挥资源禀赋优势，赋能政企客户，上半年公司产业数字化收入达到 280 亿元，同比增长 23.6%，持续保持快速增长，产业互联网收入占服务收入比例进一步提升到 18.9%，较去年同期 16.4%提升 2.5pct。

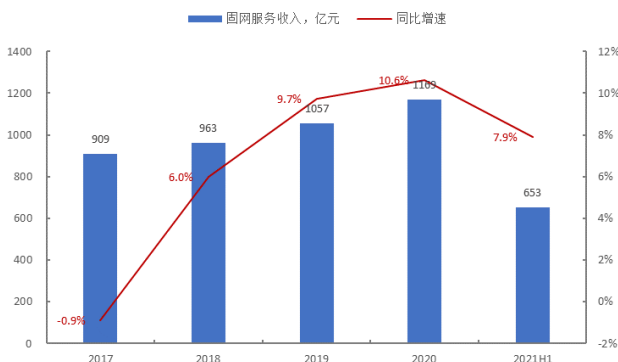
具体细分来看，上半年公司 IDC、IT 服务、物联网、云计算、大数据分别实现收入 110、100、30、28、13 亿元，分别同比增长 9.0%、32.5%、38.4%、38.9%、43.0%。

需要特别说明的是，公司为融合创新解决方案产生的包括云资源、云平台、云服务、云集成、云互联、云安全等在内的联通云收入上半年达到 76.9 亿元，同比去年同期 49.9 亿元增长 54.1%。

此外，公司投资的招联金融等公司上半年也取得了高速增长，招联金融公司上半年营收 73.9 亿元，同比增长 22.7%，净利润 15.42 亿元，同比增长 166.7%，公司持股比例 50%，明显增厚公司利润。

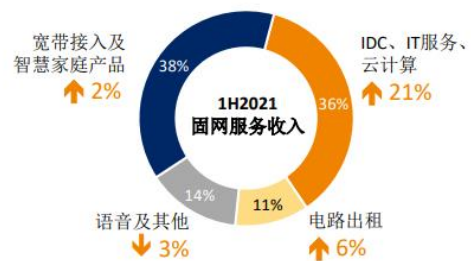
我们预期未来三年产业互联网业务有望持续保持 20%以上增长。

图 6：中国联通固网服务收入情况



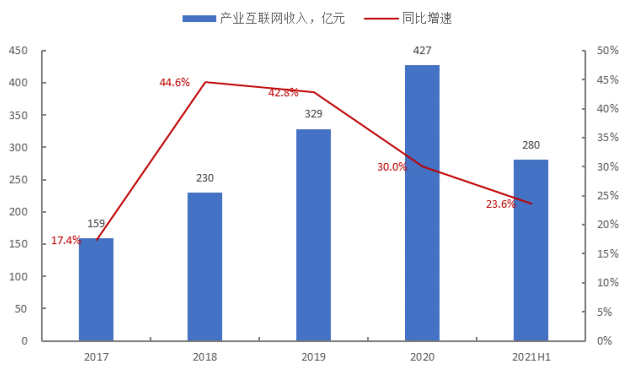
资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 7：中国联通产业数字化收入情况



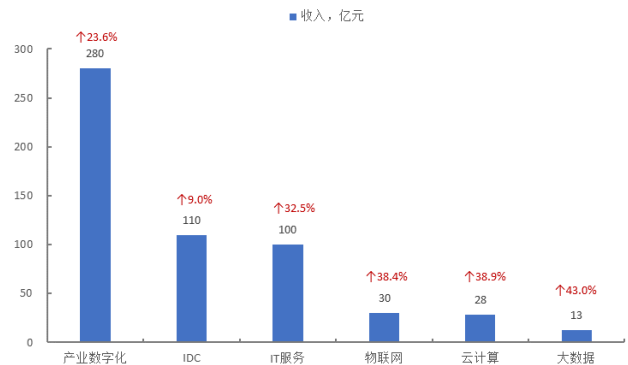
资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 8：中国联通产业数字化收入情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 9：中国联通产业数字化收入细分情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

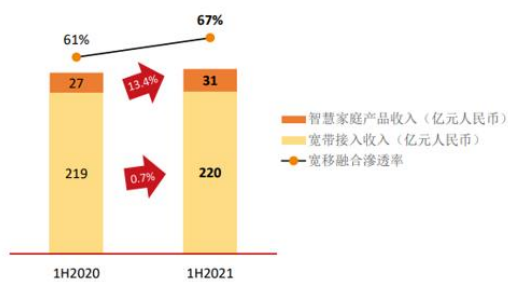
2.3. 宽带业务：智家融合双向带动

宽带业务方面，公司发挥宽带质量和内容的差异化优势，强化融合经营，固网宽带业务实现稳健增长。2021年上半年公司家庭接入及智慧家庭产品达到251亿元，同比增2%。

上半年公司固网宽带用户数净增403万户，较2019、2020年全年净增260万户、262万户提升明显，体现了公司宽移融合发展的成效，公司北方坚持以宽拓移、宽移互促，以高品质服务实现极致融合，南方坚持拓宽促移，聚焦重点区域、重点客户，适当加大宽带投入，做到精准覆盖、定点超越，实现有效融合，上半年宽移融合渗透率达到67%，较去年上半年的61%提升6pct。

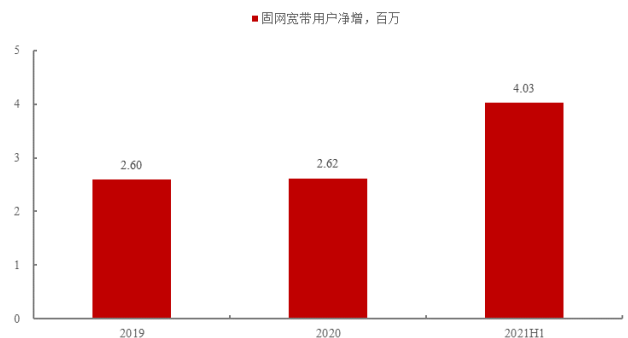
此外，上半年公司通过智慧家庭、视频、权益等组合持续强化家庭用户价值经营，智慧家庭产品收入达到31亿元，同比增长13.4%。我们认为未来智慧家庭收入的增长将成为公司宽带市场核心的收入拉动点。

图 10：中国联通家庭市场收入情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 11：中国联通固网宽带用户净增情况

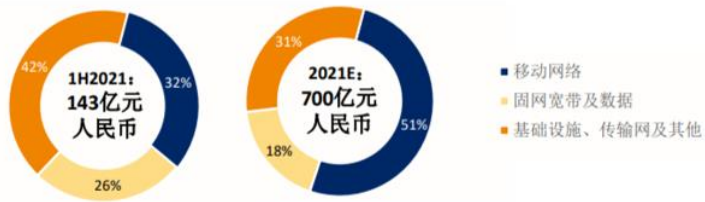


资料来源：中国联通，浙商证券研究所

3. 精准投资高效配置

公司持续精准投资实现资源高效配置，上半年公司持续聚焦保障精品5G网和精品千兆光网建设，以及IDC、云计算、大数据、物联网等创新投资，上半年公司投入资本开支143亿元，全年维持700亿投资计划，其中5G资本开支350亿元。

图 12: 中国联通资本开支情况



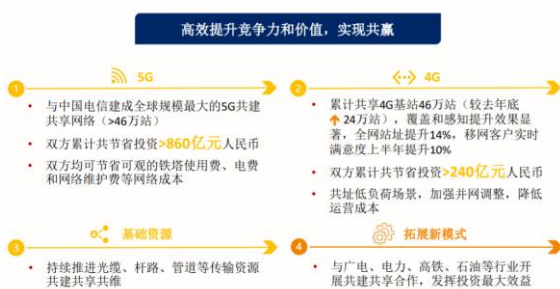
资料来源: 中国联通, 浙商证券研究所

截至上半年, 公司与中国电信建成全球规模最大的 5G 共建共享网络, 5G 基站数超过 46 万站, 预计今年年底 5G 可用基站数将达到 70 万站。

截至上半年, 5G 共建共享为双方累计节省超过 860 亿元投资, 相较双方合计 2019-2020 年的 5G 投资总额 422 亿元、484 亿元节省力度显著, 同时也大幅节省了包括电费、铁塔使用费、维护费用等在内的其他运营成本。

在深化 5G 网络共建共享的同时, 双方充分发挥双方网络资源互补优势, 积极开展 4G 网络共建共享, 截至 2021 年上半年累计共享 4G 基站约 46 万, 为双方节省投资超过 240 亿元。

图 13: 中国联通、中国电信深化拓展共建共享



资料来源: 中国联通, 浙商证券研究所

图 14: 中国联通 5G 网络建设情况



资料来源: 中国联通, 浙商证券研究所

上半年, 公司营业成本合计 1512.69 亿元, 同比略高于营业收入增幅, 主要由于公司加大对 5G 及创新业务的资源和人才投入, 促进未来持续增长。

其中部分关键变化:

1) 折旧及摊销同比增长 0.2%, 折旧摊销费用率 (折旧摊销费用/营业收入) 较去年同期下降 2.03pct, 主要得益于近年资本开支的良好管控及网络共建共享; 公司中报提到预计 2020-2022 年为 5G 投资高峰期, 预计 2021-2022 年折旧及摊销绝对值可能会小幅增长, 但从折旧及摊销费用率角度预计将持续有所下降; 此外此前 2/3/4G 设备折旧年限为 7 年, 5G 设备改为 10 年, 折旧年限的拉长也会逐步累积对利润形成正面的影响;

2) 网络运行及支撑成本同比增长 13.0%, 网络运行及支撑成本费用率同比提升 0.82pct, 主要由于房屋设备租赁成本、能耗成本增加; 公司通过合作共享、自主运营、AI 应用、网络精简、精细管理、节能减排等方式多方位降本, 2021 年全年目标网络运营及支撑成本占收比基本稳定;

3) 人工成本同比增长 12.7%，人工成本费用率同比提升 0.96pct，主要由于公司持续推进激励机制改革，强化激励与绩效挂钩，同时加大引入创新人才；

4) 销售费用同比增加 4.6%，销售费用率同比下降 0.29pct；

5) 其他营业成本及管理费用同比增加 21.6%，其他营业成本及管理费用率同比提升 1.41pct，主要由于技术支撑支出和 IT 服务成本的大幅增长，特别说明的是，公司适度加大投入进一步助力创新业务的快速发展，上半年公司技术支撑支出和 IT 服务成本合计同比增加 27 亿元带动产业互联网收入增长 54 亿元、IT 主营业务收入增长 25 亿元；

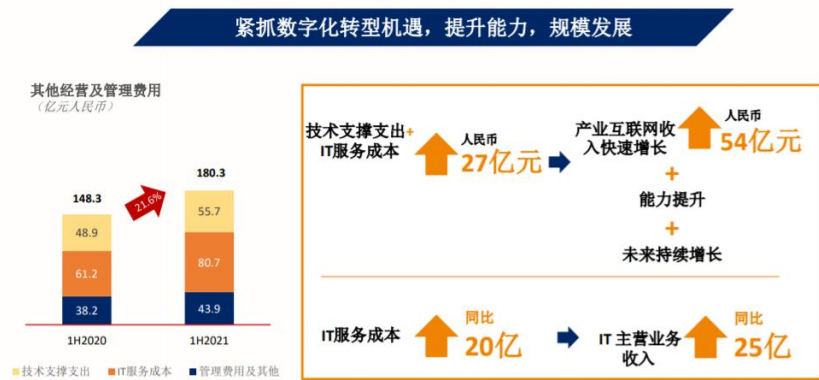
6) 财务费用同比增长 42.9%，财务费用率同比提升 0.02pct，主要由于公司对外投资资产配置结构优化，利息收入有所减少、投资收益增加。

表 3：中国联通 2021 年上半年成本费用关键指标

	2021H1, 亿元	同比增速	2021H1 费用率	2021H1 费用率变化
营业成本合计	1512.69	10.0%	-	-
网间结算成本	52.47	3.0%	3.5%	-0.15pct
折旧及摊销	413.81	0.2%	27.8%	-2.03pct
网络运行及支撑成本	251.07	13.0%	16.9%	0.82pct
人力成本	309.91	12.7%	20.8%	0.96pct
销售通信产品成本	148.08	27.6%		
销售费用	155.65	4.6%	10.5%	-0.29%
其他营业成本及管理费用	180.26	21.6%	12.1%	1.41pct
财务费用	1.45	42.9%	0.1%	0.02pct

资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 15：中国联通其他营业成本及管理费用情况



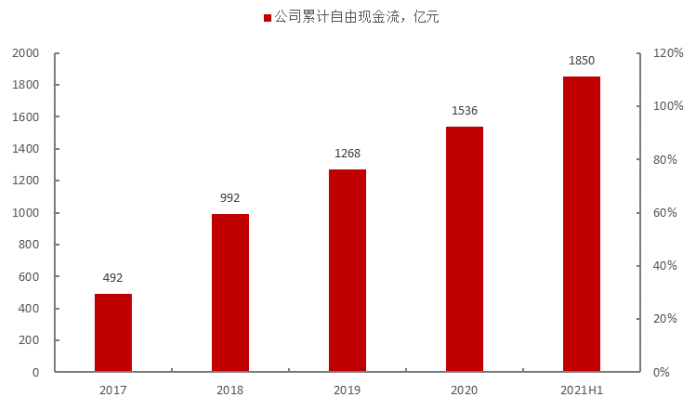
资料来源：中国联通，浙商证券研究所

当前处于 5G 和创新业务发展布局重要时期，公司在可控情况下适度扩大投资，为未来发展蓄力，我们预计随着投资效益的逐步释放，叠加公司持续的精简管理，未来总体盈利能力向好。

4. 加大公司派息力度

2017 年来公司累计自由现金流已经达到 1850 亿元，进一步体现高质量发展成效。

图 16：中国联通累计自由现金流情况



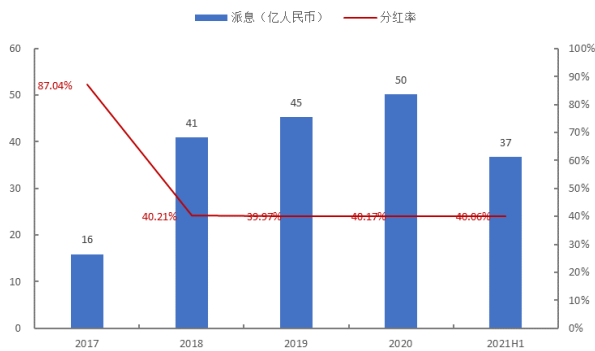
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司高度重视股东回报。

基于控股子公司联通红筹公司的中期派息决定，经考虑公司的良好经营发展和强劲自由现金流，董事会决定 2021 年度开启派发中期股息，每股人民币 0.0488 元。

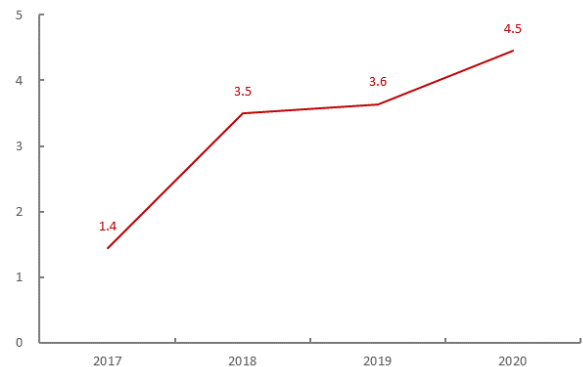
联通红筹公司计划提高 2021 年度全年利润派息率，具体幅度将于 2022 年上半年综合考虑利润、现金流、未来资金需求及同业派息水平等因素后厘定。公司届时将根据《公司章程》规定，将自联通红筹公司分红所得现金在扣除公司日常现金开支、税费及法律法规规定应当提取的各项公积金后，以现金方式全额分配给股东。

图 17：联通红筹公司派息情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

图 18：联通红筹公司股息率情况



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

5. 有序推进分拆上市

公司中报显示，未来公司将分层分类加快推动下属公司市场化改革，做强做优核心平台业务，智网科技完成股份制改革并拟分拆上市，加快发展和提升价值。

智网科技是中国联通下属从事车联网专业化运营的控股子公司，2020 年全年营收约 4.2 亿元，净利润约 6700 万元。

作为公司首家分拆上市的下属子公司，智网科技有望通过上市更好吸引人才和战略伙伴，强化融资能力和运营灵活性，进一步优化科技创新管理模式，提升竞争力，加快业务发展。

未来分拆上市等市场化手段也有望进一步拓展到公司其他优质下属公司，进一步加快提升和释放价值。

图 19：智网科技介绍



资料来源：中国联通，浙商证券研究所

6. 投资建议

5G 和创新业务双引擎驱动公司业务持续向好发展，精准投资、共建共享等举措有效带动网络体质增效，中报业绩符合预期。

面对信息化转型行业机遇，公司适当加大投入，成本端增速略高于收入，但总体可控，并且公司的投入也获得了很好的成效，并有望进一步带动公司未来持续的业务发展。

我们认为当前 5G 已经从以建促用进入建用并举的阶段，随着 5G 渗透率的提升、5G 对创新业务的持续拉动，公司未来有望持续保持向好的增长态势。

此外，公司表示将持续推进分层分类加快推动下属公司市场化改革，智网科技完成股份制改革并拟作为第一家下属公司分拆上市，未来分拆上市等市场化手段也有望进一步拓展到公司其他优质下属公司，进一步加快提升和释放价值。同时基于公司的业务发展和强劲现金流，联通红筹公司派发中期鼓励，并且计划提高 2021 年度全年利润派息率，进一步体现公司发展信心。

基于公司上半年经营的全面向好趋势，我们上调公司盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年收入为 3298.73、3557.36、3810.28 亿元，同比增速 8.57%、7.84%、7.11%；归母净利润为 66.54、74.33、82.76 亿元，同比增速 20.52%、11.71%、11.34%，维持“买入”评级。

风险提示：5G 应用发展不及预期的风险；5G 网络运营成本超出预期的风险；移动用户数下滑的风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	108,654	123,568	145,352	170,594	
现金	35,215	45,638	65,577	87,553	
交易性金融资产	1,560	1,560	1,560	1,560	
应收账款	19,934	22,368	25,027	26,832	
其它应收款	3,403	3,401	3,826	4,014	
预付账款	6,759	7,330	5,237	5,597	
存货	1,951	2,507	2,619	2,704	
其他	39,830	40,762	41,506	42,336	
非流动资产	473,822	478,231	483,704	484,125	
金额资产类	0	0	0	0	
长期投资	44,458	45,347	46,254	47,179	
固定资产	315,332	318,247	323,290	324,871	
无形资产	24,942	24,407	23,904	23,282	
在建工程	46,703	47,852	48,426	46,963	
其他	42,386	42,379	41,831	41,831	
资产总计	582,475	601,799	629,056	654,719	
流动负债	222,242	228,587	241,325	251,079	
短期借款	740	444	355	284	
应付款项	120,364	127,708	137,321	146,747	
预收账款	359	390	420	450	
其他	100,779	100,046	103,229	103,598	
非流动负债	28,759	26,647	26,475	25,936	
长期借款	2,482	2,137	1,770	1,414	
其他	26,277	24,510	24,704	24,522	
负债合计	251,001	255,234	267,800	277,015	
少数股东权益	183,765	192,206	201,635	212,133	
归属母公司股东权	147,709	154,359	159,621	165,572	
负债和股东权益	582,475	601,799	629,056	654,719	
现金流量表					
		单位: 百万元			
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	107,334	85,814	94,428	89,927	
净利润	12,525	15,095	16,862	18,774	
折旧摊销	68,995	72,536	70,758	71,462	
财务费用	227	165	(377)	(738)	
投资损失	(2,847)	(5,048)	(6,908)	(8,504)	
营运资金变动	(8,131)	3,727	13,007	8,290	
其它	36,565	(661)	1,086	643	
投资活动现金流	(92,017)	(73,281)	(71,071)	(64,883)	
资本支出	3,511	3,862	4,248	4,673	
长期投资	(3,242)	(889)	(907)	(925)	
其他	(92,286)	(76,255)	(74,413)	(68,632)	
筹资活动现金流	(26,982)	(17,612)	(21,388)	(21,399)	
短期借款	(4,874)	(296)	(89)	(71)	
长期借款	(387)	(346)	(366)	(356)	
其他	(21,721)	(16,970)	(20,933)	(20,972)	
现金净增加额	(11,665)	(5,079)	1,968	3,644	

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	303,838	329,873	355,736	381,028
营业成本	224,539	243,525	261,857	279,830
营业税金及附加	1,354	1,484	1,601	1,715
营业费用	30,461	31,338	33,083	34,674
管理费用	25,759	29,029	32,728	35,436
研发费用	2,964	4,288	6,048	8,002
财务费用	227	165	(377)	(738)
资产减值损失	(288)	(312)	(337)	(361)
其他经营收益	(349)	(307)	(266)	(224)
投资净收益	2,847	5,048	6,908	8,504
营业利润	15,590	18,862	21,042	23,527
营业外收入	863	809	830	834
营业外支出	369	438	386	439
利润总额	15,960	19,234	21,486	23,922
所得税	3,435	4,139	4,624	5,148
净利润	12,525	15,095	16,862	18,774
少数股东损益	7,004	8,440	9,429	10,498
归属母公司净利润	5,521	6,654	7,433	8,276
EBITDA	83,791	92,003	91,936	94,715
EPS (最新摊薄)	0.18	0.21	0.24	0.27
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	4.59%	8.57%	7.84%	7.11%
营业利润	15.97%	20.99%	11.56%	11.81%
归属母公司净利润	10.82%	20.52%	11.71%	11.34%
获利能力				
毛利率	26.10%	26.18%	26.39%	26.56%
净利率	4.12%	4.58%	4.74%	4.93%
ROE	1.69%	1.96%	2.10%	2.24%
ROIC	6.43%	8.26%	8.83%	9.49%
偿债能力				
资产负债率	43.09%	42.41%	42.57%	42.31%
净负债比率	6.46%	5.59%	4.72%	4.03%
流动比率	0.49	0.54	0.60	0.68
速动比率	0.48	0.53	0.59	0.67
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.58	0.59
应收帐款周转率	15.22	16.09	15.74	15.69
应付帐款周转率	2.06	2.06	2.07	2.07
每股指标(元)				
每股收益	0.18	0.21	0.24	0.27
每股经营现金	3.46	2.77	3.04	2.90
每股净资产	4.76	4.98	5.15	5.34
估值比率				
P/E	24.32	20.18	18.06	16.23
P/B	0.91	0.87	0.84	0.81
EV/EBITDA	3.80	3.37	3.23	3.00

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>