

中国电信 (601728.SH)

乘 5G 东风，世界一流运营商再启高速增长

首次覆盖给予“买入”评级。公司是全球一流的电信运营商。近年来受益 5G 建设，公司在保持移动用户数增长的情况下，ARPU 企稳回升，宽带业务积极开拓高附加值的“智慧家庭”业务，稳健增长。To B 创新业务在“云转数改”战略下积极进取，收入规模国内领先。公司 C 端与 B 端共振有望开启全新增长曲线。

C 端与 B 端业务共振发力，公司迎来经营拐点。随着近年来 5G 渗透率提升，叠加提速降费政策告一段落，中国电信移动业务 ARPU 值出现明显的回暖态势，降幅明显缩窄。同时中国电信的移动用户数在三大运营商中唯一保持正增长，为日后 5G 成熟后的移动业务营收储备了充足的弹药。固网方面中国电信依托智慧家庭业务，在家庭宽带基础上开展高附加值业务，保证了业务营收稳健增长。B 端业务方面，公司在“云转数改”战略，取得积极进展，**DICT 业务收入国内领先，IDC 收入以及市占率领先行业**，后续公司凭借天翼云，“5G+工业互联网”等新兴业务将进一步拓宽 B 端收入来源，实现 B 端 C 端共振向上，打开新的成长周期。

5G 共建共享，提高经营效率，成本全面优化。随着 5G 建设深入，三大运营商 5G 相关资本开支趋于稳定，5G 基站按需建设。中国电信和中国联通于 2019 年 9 月宣布共建共享 5G 网络，共建双方节省网络建设成本超过 760 亿元，使得公司有效的节省资本开支。在 5G 规模化建设下，中国电信总体成本费用趋于稳定，经营费用构成合理。公司紧抓互联网线上业务发展契机，加快促销模式转型，提升大数据线上精准营销能力从而控制销售费用，费用率持续优化。

回 A 上市，上调股息，打开估值上升空间。公司于 8 月 20 日正式于 A 股上市，募资金额 537 亿用于 5G 产业互联网、云网融合等 B 端项目开发，将为公司打开全新增长曲线。此前，公司于 6 月 21 日公告调整派息政策，由目前的 40% 左右，在 2021 年提升至 60%，并在 A 股上市三年后提升至 70%。股息率的上调进一步增加了公司的配置价值。我们认为，随着 A 股上市开辟融资与交易新渠道，叠加股息率上涨，公司估值有望迅速打开上升空间。

投资建议：我们认为，随着公司 B 端 C 端业务共振，公司营收与利润增速将会重回高速增长轨道。我们预计公司 2021/2022/2023 年收入 4349/4767/5139 亿元，归母净利润 272/314/350 亿元。随着回 A 上市、股息率上升、公司经营拐点向上，公司估值空间有望进一步打开。

风险提示：5G 建设进度不及预期，5G 应用发展进度不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	372,200	389,939	434,871	476,734	513,906
增长率 yoy (%)	-0.7	4.8	11.5	9.6	7.8
归母净利润(百万元)	20,521	20,855	27,175	31,449	35,020
增长率 yoy (%)	0.4	1.6	30.3	15.7	11.4
EPS 最新摊薄(元/股)	0.22	0.23	0.30	0.34	0.38
净资产收益率(%)	5.8	5.8	7.0	7.5	7.7
P/E(倍)	27.2	26.8	20.5	17.7	15.9
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2

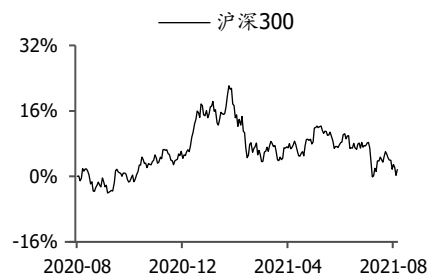
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价

买入(首次)

股票信息

行业	
8月20日收盘价(元)	6.11
总市值(百万元)	558,017.16
总股本(百万股)	91,328.50
其中自由流通股(%)	6.34
30日日均成交量(百万股)	3,884.66

股价走势



作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiagi@gszq.com

分析师 黄瀚

执业证书编号: S0680519050002

邮箱: huanghan@gszq.com

研究助理 邵帅

邮箱: shaoshuai@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	73182	84016	132950	189545	265692	营业收入	372200	389939	434871	476734	513906
现金	24419	33092	75103	130469	200604	营业成本	258940	272196	301366	330853	357164
应收票据及应收账款	21489	21502	26443	26117	30541	营业税金及附加	1527	1477	1647	1806	1947
其他应收款	6950	5347	8367	6667	9539	营业费用	51872	48882	54515	59762	64422
预付账款	5735	8659	7394	10204	8766	管理费用	25775	27155	30284	33199	35788
存货	2880	3317	3544	3988	4143	研发费用	4196	4736	5282	5790	6242
其他流动资产	11709	12099	12099	12099	12099	财务费用	3639	3014	580	-1490	-3161
非流动资产	629956	631087	622936	603968	571168	资产减值损失	-64	-5078	5000	5000	5000
长期投资	39192	40303	43114	45925	48736	其他收益	1447	2211	2000	2000	2000
固定资产	409094	417883	416211	402142	374514	公允价值变动收益	-1	32	-1500	-1500	-1500
无形资产	38292	40118	35536	31019	26467	投资净收益	1604	1757	1700	1700	1700
其他非流动资产	143378	132783	128075	124882	121451	资产处置收益	2804	1197	1200	1200	1200
资产总计	703138	715103	755885	793514	836860	营业利润	30346	31087	39598	45213	49904
流动负债	258319	264700	273076	285163	300086	营业外收入	2562	1693	1600	1600	1600
短期借款	22532	15995	15995	15995	15995	营业外支出	5866	5384	5500	5500	5500
应付票据及应付账款	102616	107578	125141	130349	145459	利润总额	27042	27396	35698	41313	46004
其他流动负债	133171	141127	131940	138819	138632	所得税	6322	6307	8218	9511	10591
非流动负债	89772	84221	78751	72490	65500	净利润	20720	21089	27480	31802	35413
长期借款	32051	24222	18752	12491	5501	少数股东损益	199	234	305	353	393
其他非流动负债	57721	59999	59999	59999	59999	归属母公司净利润	20521	20855	27175	31449	35020
负债合计	348091	348921	351827	357653	365586	EBITDA	108487	107715	105450	115857	125834
少数股东权益	2530	2719	3024	3377	3770	EPS (元/股)	0.22	0.23	0.30	0.34	0.38
股本	80932	80932	91329	91329	91329						
资本公积	30254	30218	30218	30218	30218						
留存收益	241283	252838	280318	312120	347533						
归属母公司股东权益	352517	363463	401034	432484	467504						
负债和股东权益	703138	715103	755885	793514	836860						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	116658	135181	107617	115911	123293
净利润	20720	21089	27480	31802	35413
折旧摊销	78697	78744	69696	76142	83529
财务费用	3639	3014	580	-1490	-3161
投资损失	-1604	-1757	-1700	-1700	-1700
营运资金变动	-6865	4944	11262	10857	8911
其他经营现金流	22071	29147	300	300	300
投资活动现金流	-77072	-86474	-60145	-55775	-49329
资本支出	83163	88968	-10962	-21778	-35611
长期投资	-182	-27	-2811	-2811	-2811
其他投资现金流	5909	2467	-73918	-80364	-87751
筹资活动现金流	-35488	-45631	-5461	-4770	-3829
短期借款	987	-6537	0	0	0
长期借款	-12801	-7829	-5470	-6260	-6990
普通股增加	0	0	10397	0	0
资本公积增加	-302	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-23372	-31229	-10387	1490	3161
现金净增加额	4125	2893	42011	55366	70135

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入 (%)	-0.7	4.8	11.5	9.6	7.8
营业利润 (%)	1.2	2.4	27.4	14.2	10.4
归属母公司净利润 (%)	0.4	1.6	30.3	15.7	11.4
获利能力					
毛利率 (%)	30.4	30.2	30.7	30.6	30.5
净利率 (%)	5.5	5.3	6.2	6.6	6.8
ROE (%)	5.8	5.8	7.0	7.5	7.7
ROIC (%)	4.9	4.9	5.9	6.2	6.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.5	48.8	46.5	45.1	43.7
净负债比率 (%)	23.8	15.7	0.1	-14.4	-30.1
流动比率	0.3	0.3	0.5	0.7	0.9
速动比率	0.2	0.2	0.4	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	17.7	18.1	18.1	18.1	18.1
应付账款周转率	2.5	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.23	0.30	0.34	0.38
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.28	1.48	1.18	1.27	1.35
每股净资产 (最新摊薄)	3.86	3.98	4.28	4.62	5.01
估值比率					
P/E	27.2	26.8	20.5	17.7	15.9
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.9	5.7	5.3	4.3	3.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 20 日收盘价

内容目录

1. 投资要点.....	5
2. 全球一流的电信运营商.....	6
2.1 中国电信发展历史.....	6
3. C端与B端共振，打造多重增长动力.....	7
3.1 移动业务.....	7
3.2 固网业务.....	9
3.3 聚焦“云转数改”战略，开启第二增长曲线.....	10
4. 5G资本开支趋稳，费用管控水平提升.....	14
4.1 5G建设节奏趋稳，资本开支压力下降.....	14
4.2 提升经营效率，费用管控水平持续提升.....	16
5. 回A上市，上调股息，打开估值上升通道.....	18
5.1 上调股息，分享公司发展成果.....	19
6. 盈利预测与投资建议.....	20
7. 风险提示.....	23

图表目录

图表 1: 中国电信业重组历史.....	6
图表 2: 中国电信发展历程.....	7
图表 3: 中国电信 2011-2020 营业收入.....	7
图表 4: 中国电信 2011-2020 净利润.....	7
图表 5: 中国电信 4G 用户数.....	8
图表 6: 三大运营商 4G 用户数占比.....	8
图表 7: 三家运营商 5G 用户数.....	8
图表 8: 中国电信移动用户 ARPU.....	9
图表 9: 中国电信固网用户数.....	9
图表 10: 三大运营商固网用户数.....	9
图表 11: 中国电信智慧家庭特色应用.....	10
图表 12: 中国电信宽带 ARPU 值 (元).....	10
图表 13: 中国电信发展战略.....	11
图表 14: 三大运营商 DICT 业务收入 (亿元).....	12
图表 15: 中国 IDC 市场份额.....	13
图表 16: 中国电信提供的政务行业数字化平台.....	14
图表 17: 近年三大运营商资本开支合计.....	15
图表 18: 三大运营商 5G 相关资本开支情况 (亿).....	15
图表 19: 三大运营商 5G 基站每年建设情况 (单位: 万站).....	16
图表 20: 近年中国电信资本开支及增速.....	16
图表 21: 2020 年中国电信经营费用构成.....	17
图表 22: 2021 年第一季度中国电信经营费用构成.....	17
图表 23: 中国电信各项成本费用占总营收的比例变化趋势.....	18
图表 24: 中国电信 A 股发行募集资金用途 (单位: 亿元).....	18
图表 25: 港股三大运营商各年报告报告期股息率情况 (2021.06.29 收盘价).....	20
图表 26: 中国电信港股 2000-2021 年 PB-BAND.....	21
图表 27: 盈利预测 (财务报表口径).....	21

图表 28: 中美运营商 PB 对比.....22

1. 投资要点

我们区别于市场的观点：

市场对于中国电信经营拐点认识不足。市场普遍认为，目前 5G 应用场景缺乏，导致运营商在 5G 时代没有出现较为明显的业绩拐点。我们认为，虽然目前 5G 应用场景成熟程度有待提升，但是随着 5G 套餐渗透率的提升以及针对 C 端的提速降费节奏暂缓，运营商的运营拐点已经出现。自 2020 年下半年以来，三大运营商的 ARPU 值均出现了明显的企稳或者回升态势。回顾历史，每一次 ARPU 上行周期的开启，均伴随着运营商的股价上升。值得注意的是，在三大运营商中，中国电信是唯一在近期保持移动业务用户正增长的运营商，虽然 ARPU 值回暖程度较其他两家稍慢，但是不断增加的移动用户将会成为公司在 5G 时代的最珍贵资产，给公司带来更加长远的收益。

同时，随着 3 大运营商全面进行数字化转型和加速 B 端业务发展，B 端业务也正在成为运营商的第二增长点。中国电信的创新业务（To B 业务）收入规模在三大运营商中保持领先。公司在“云转数改”战略，取得积极进展，DICT 业务收入国内领先，IDC 收入以及市占率领先行业，后续公司凭借天翼云，“5G+工业互联网”等新兴业务将进一步拓宽 B 端收入来源，实现 B 端 C 端共振向上，打开新的成长周期。

市场对于公司经营效率的改善认识不足。市场普遍担忧，随着 5G 基站不断建设，以及伴随的高能耗问题，运营商的资本支出压力会逐渐上升，使得运营商的盈利能力承压。我们认为，目前 5G 基站建设已经进入平稳区间，从中国电信的资本支出计划上来看，增长已经趋缓。同时，电信与联通的共建共享也为中国电信节省了大量的建设和后续维护费用，进一步减缓了公司的资本端压力。同时在费用端，公司优化费用结构，紧抓互联网线上业务发展契机，加快促销模式转型，提升大数据线上精准营销能力从而控制销售费用，费用率持续优化。

关键假设：

(1) 5G 建设持续推进。三大运营商 5G 基站建设有序推进，5G 用户渗透率不断提升，5G 用户数量不断提升，5G 用户生态不断改善。

(2) 5G 应用按预期发展。在工信等十部门、三大运营商“5G 扬帆计划”催化下，5G 应用不断发展，带动流量需求不断上行。

后续业绩催化因素：

(1) 5G 渗透率提升下，公司 ARPU 企稳回升，结合公司上涨的移动用户数量，公司移动业务收入有望持续高增长

(2) 5G 的 B 端应用成熟叠加经济数字化程度加深，公司 B 端业务持续发力。

投资建议：

我们预计公司 2021/2022/2023 年收入 4349/4767/5139 亿元，归母净利润 272/314/350 亿元。我们选取了中美五家主流运营商作为可比公司，以 8 月 20 日收盘价计算，除中国电信外，5 家中美顶级运营商的平均 P/B 为 1.71x，中国电信 8 月 20 日的 P/B 为 1.33x，有较大的中长期上升空间。我们认为，在中国 5G 世界领先的大背景下，随着运营商 B 端 C 端业务共振，A+H 的资本格局树立，运营营收与利润增速将会重回高速增长轨道，估值中长期将向更加成熟的北美市场靠拢，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：5G 建设进度不及预期，5G 应用发展进度不及预期。

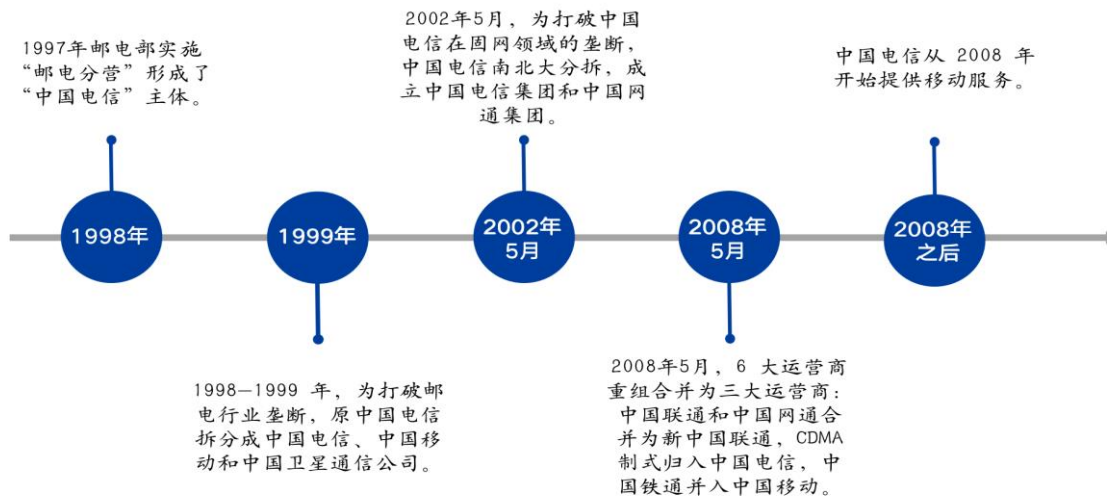
2. 全球一流的电信运营商

2.1 中国电信发展历史

中国电信是全球领先的大型综合电信运营商，主要在中国提供固网及移动通信服务、互联网接入服务、信息服务，以及其他增值电信业务。

自 1997 年邮电部实施“邮电分营”形成了“中国电信”主体开始，中国通信业经历了三次大重组才形成目前“三足鼎立”局面。第一次是 1998-1999 年，为打破邮电行业垄断，原中国电信拆分成中国电信、中国移动和中国卫星通信公司等三家公司，寻呼业务并入联通公司；第二次是 2002 年 5 月，为打破中国电信在固网领域的垄断，中国电信南北大分拆，成立中国电信集团和中国网通集团；第三次是 2008 年 5 月，6 大运营商重组合并为三大运营商，中国联通和中国网通合并为新中国联通，弥补了其固网业务的不足；CDMA 制式归入中国电信，弥补了无线网络的不足，铁通并入中国移动，弥补了其固网业务的不足。至此，三大运营商进入电信全业务运营（移动业务+固网业务）的新市场竞争格局，电信资源配置进一步优化，竞争架构得到完善。

图表 1: 中国通信业重组历史



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

中国电信设立以来，其产品和服务主要经历了 3G、4G 和 5G 等阶段。目前，中国电信拥有全球规模最大的宽带互联网络和技术领先的移动通信网络，具备为全球客户提供跨地域、全业务的综合信息服务能力和客户服务渠道体系。截至 2020 年底，移动电话、有线宽带、天翼高清、物联网、固定电话等各类用户总量达 10.2 亿户。

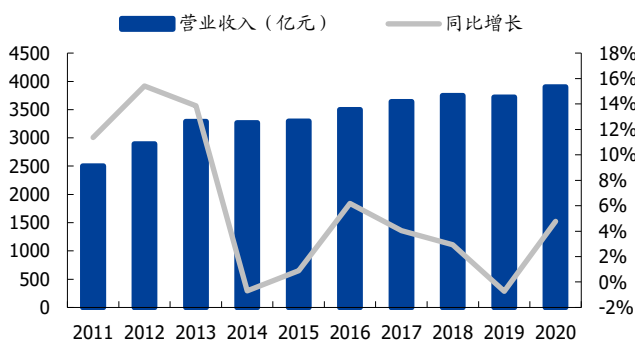
图表 2: 中国电信发展历程



资料来源: 公司报告, 国盛证券研究所

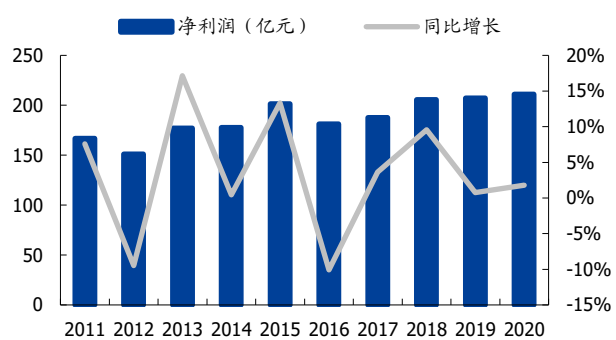
中国电信的营业收入持续保持稳步增长, 2010-2020 年的营业收入 CAGR 为 6.0%; 净利润呈现波动向上的态势, 过去十年净利润 CAGR 为 2.8%。2020 年中国电信实现营业收入 3899.39 亿元, 同比增长 4.7%, 连续 7 年高于电信行业平均增幅; 实现净利润 208.5 亿元, 同比增长 1.6%, 营收和净利润均同步进入复苏周期。

图表 3: 中国电信 2011-2020 营业收入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 中国电信 2011-2020 净利润



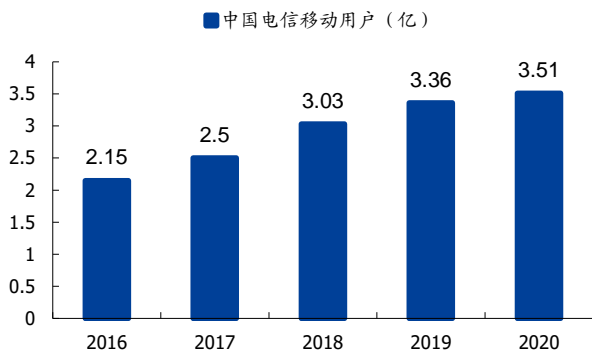
资料来源: wind, 国盛证券研究所

3. C 端与 B 端共振, 打造多重增长动力

3.1 移动业务

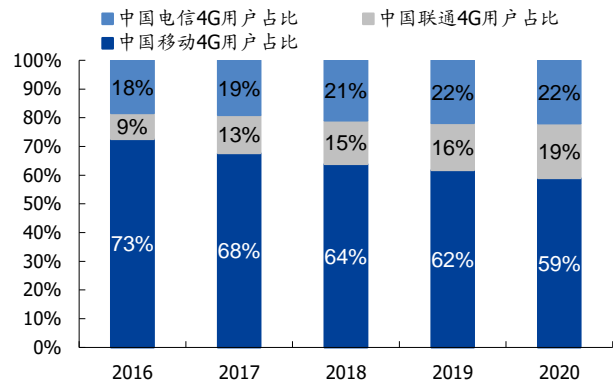
4G 时代助力公司移动业务快速发展。 中国电信是 4G 时代移动业务增长最快的中国运营商。2016 年, 中国电信采取进攻型市场策略, 全面推进 4G 业务, 推进全网通成为国家标准; 2017 年, 4G 发展进入快车道, 移动用户规模发展全面提速。从 2016 年 1 月至 2020 年 12 月, 中国电信移动订阅用户的市场份额持续扩张, 4G 用户占比从 15.5% 扩大到 21.9%, 且在 2020 年, 中国电信是三家运营商中唯一保持移动用户数量正增长的电信运营商。截至 2020 年 12 月, 中国电信的移动用户总数达到 3.5 亿, 份额达到 22%, 在中国运营商中排名第二。

图表5: 中国电信4G用户数



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

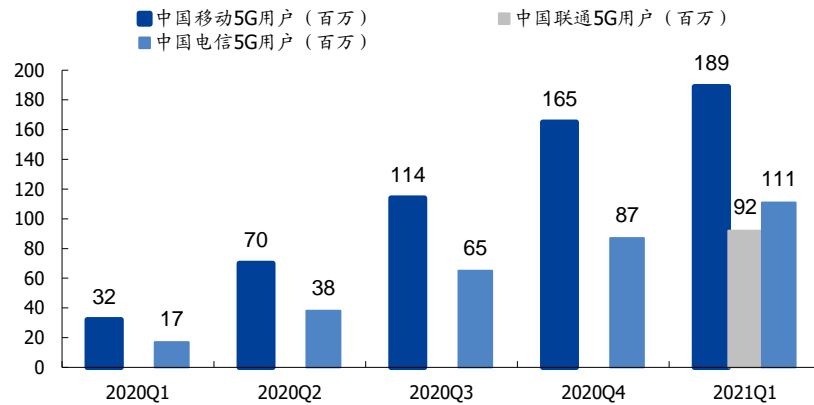
图表6: 三大运营商4G用户数占比



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

迈入5G时代, 唯一用户数正增长运营商。 中国电信是5G时代电信运营商中唯一用户数正增长的运营商。2019年, 中国电信聚焦客户感知和客户需求, 套餐端打造“5G+权益+应用”的新模式, 推出5G会员体系。2020年, 公司以“5G+天翼云”为用户提供优质网络体验和差异化的应用服务, 率先在业界推出5G云手机, 促使5G用户快速渗透, 用户价值进一步提升。中国电信5G用户数量从2019年底的460万增加到2020底的8650万, 渗透率达到了24.6%, 实现行业领先。未来, 公司将持续加快提高5G用户渗透率。

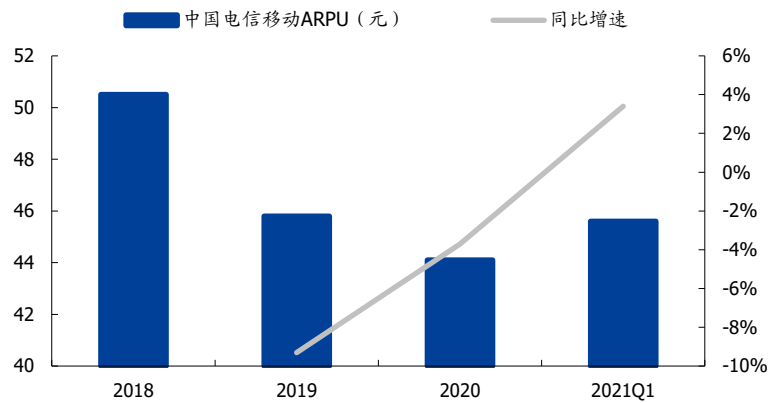
图表7: 三家运营商5G用户数



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

ARPU值企稳, 经营拐点将至。 中国电信移动用户ARPU从2020下半年起逐步企稳回升。公司2020年移动用户数ARPU达到44.1元, 同比跌幅收窄至3.7%, 其中, 5G套餐用户ARPU为65.6元, 4G用户迁移升级成5G后ARPU值提升幅度达到10%, 用户价值得到持续保有和提升。2021年第一季度, 公司移动用户数ARPU达到45.6, 实现了3.4%的增幅。相比于2019年同比下跌9.3%的情况, 公司已迎来了其经营拐点。

图表 8: 中国电信移动用户 ARPU



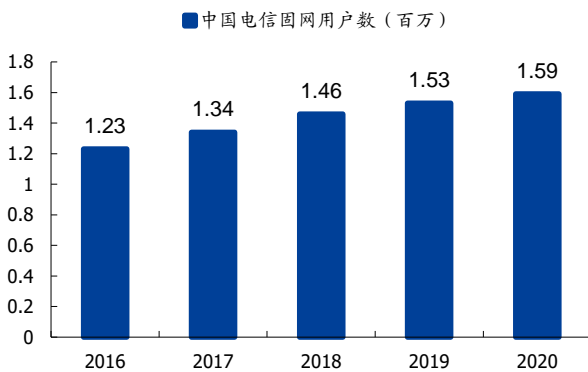
资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

中国电信移动用户 ARPU 值实现稳步回升的主要原因是 5G 渗透率的提升。随着 C 端用户数趋于稳定, 运营商的竞争格局也更加合理。为加快现有移动用户向 5G 升级转换, 中国电信推出 5G 套餐优惠, ARPU 值也因此得到了提升。未来, 公司专注于扩大 5G 用户数量和挖掘客户价值, 随着 5G 用户渗透率的进一步提高, 移动用户 ARPU 也将继续提升。

3.2 固网业务

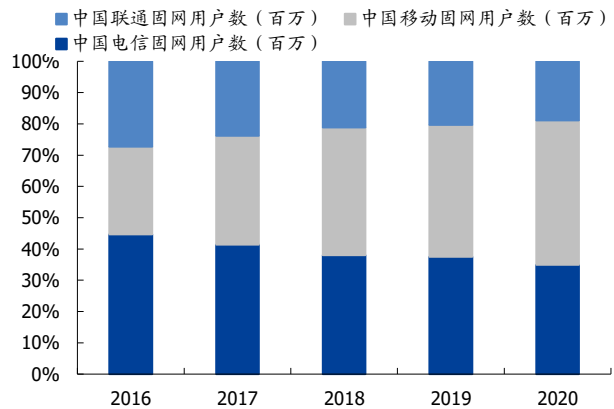
用户数稳健成长。作为曾经最大的固网运营商, 在过去五年中, 中国电信保持着固网宽带用户稳定健康增长。截至 2020 年底, 中国电信的固网宽带用户数达到 1.585 亿, 同比增长 3.5%。随着智慧家庭等创新业务的推进, 未来固网用户数有望持续增长。

图表 9: 中国电信固网用户数



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

图表 10: 三大运营商固网用户数



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

智慧家庭业务加持, 固网业务有望再度绽放。中国电信是智慧家庭领域的先行者。为了发展服务生态系统和巩固客户黏性, 中国电信推出了智能宽带, 并构建了千兆宽带和智能家居应用的端到端服务系统。随着 5G 网络的发展, 固网宽带转向以 10G PON、WiFi 6、200G/400G 等技术为代表的第五代固定网络 (F5G)。中国电信以 5G+光宽+WiFi6 千兆”为引领, 以“五智”体系为基础, 持续丰富家庭信息化服务内涵, 推动构建智能全场景家庭 DICT 产品服务体系。公司在初期推出全屋 WiFi 产品、打造千兆网络定制化服务的基础上, 不断丰富安防看护、舒适环境、教育娱乐等功能型终端品类及场景应用

司时为满足智能家居生活需求，推出升级的全屋智能解决方案。中国电信持续扩展智慧家庭产品和服务组合，并实现了强劲的业务增长。

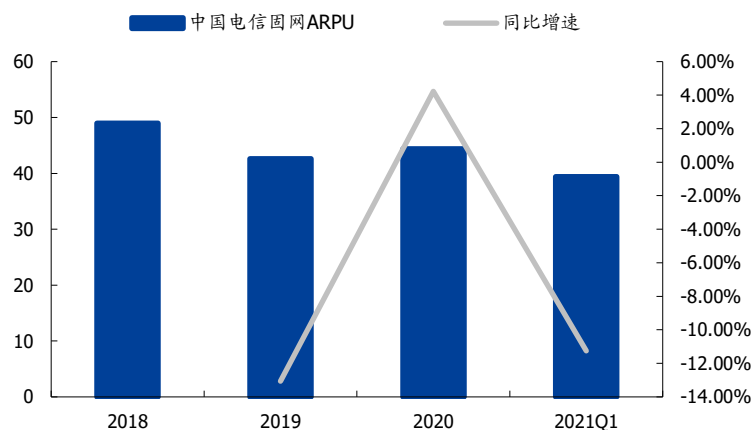
图表 11: 中国电信智慧家庭特色应用

服务名称	服务内容	图例	
智慧家庭特色应用	天翼高清	基于自身宽带网络优势，以机顶盒和电视机为接收终端，向客户提供包括视频、教育、游戏、阅读、购物等多种互联网应用服务的高清 IPTV、超高清 4K 产品。	
	全屋 WiFi	发挥现有网络资源和信息化优势，依托专业化的工程师队伍和高速宽带设备，为客户提供定制化的家庭 WiFi 覆盖服务解决方案，帮助客户实现家庭无线网络信号的覆盖提升，加强宽带网络质量和稳定性。	
	天翼看家	为家庭客户打造的集远程实时视频查看、拍照录像、双向语音对讲、移动侦测告警、红外夜视等功能为一体的智慧家庭产品，匹配天翼云存储、天翼高速宽带和小翼管家 APP，提升安全可靠性和操作便捷性。	
	全屋智能	公司基于智能宽带，面向家庭客户推出的智慧家庭整体解决方案，包括定制化设计、智能设备提供，整体安装、调试交付等全流程服务，提供智能安全、照明控制、智能窗帘、家电控制和智能环境等丰富的智能化应用场景，满足人民对家庭美好生活的向往。	

资料来源：中国电信，国盛证券研究所

2020 年，中国电信天翼高清用户达到 1.16 亿户，渗透率达到 73%；智慧家庭全屋 WiFi 用户 2020 年净增 2098 万户，达到 3889 万户，渗透率达到 24.5%，千兆用户超过 1100 万户。智慧家庭业务发展有效拉动了中国电信宽带综合 ARPU 稳步提升，2020 年达到公司固网 ARPU 达到 44.4 元，同比增长 4.2%，扭转了之前下降的趋势。智慧家庭与宽带接入互为促进，随着公司智慧家庭等创新业务的推进，宽带综合 ARPU 值在未来有望被继续拉动增长。

图表 12: 中国电信宽带 ARPU 值 (元)



资料来源：中国电信，国盛证券研究所

3.3 聚焦“云转数改”战略，开启第二增长曲线

5G 时代，“云改数转”成为中国电信发展的主旋律。2020 年，中国电信顺应数字化浪

潮，确立“云改数转”战略。“云改”包括分为全面云化，网络云化，业务云化和 IT 云化，核心是构建面向未来的云网系统；“数转”指代数字化转型，包括基础设施、数据、API 等几个维度。中国电信坚持“网是基础、云为核心、网随云动、云网一体”的战略方向，提出从云网融合、体制机制创新、开放合作、内部数字化四个方面“加快云改数转、推动高质量发展”。中国电信推进“云改数转”战略的有望成为新的业务增长点。

图表 13: 中国电信发展战略



资料来源：中国电信，国盛证券研究所

中国电信创新业务收入规模位居第一，是国内最大的 IDC 厂商。公司当前创新业务主要面向 B 端客户为主，2020 年中国电信的产业数字化收入达到 840 亿元，同比增长 9.7%；DICT 收入为 589 亿元，位居三大运营商之首。其中，IDC 业务收入达到 280 亿元，远超中国移动和中国联通。

图表 14: 三大运营商 DICT 业务收入 (亿元)

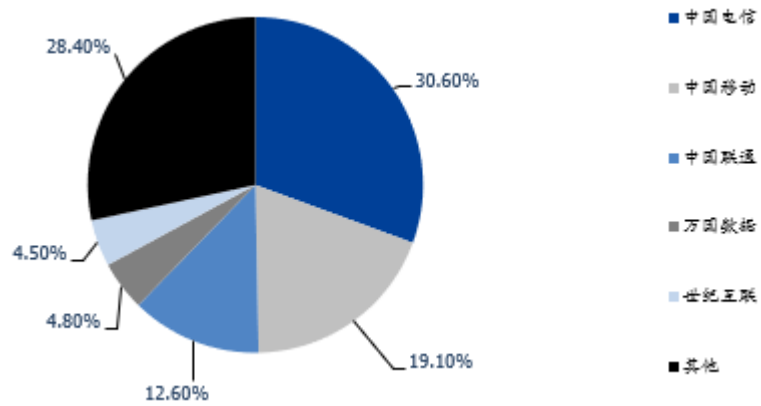
	2019	2020
中国电信		
IDC	254	280
IOT	19	22
ICT	210	214
云	71	112
DICT 合计	522	589
中国移动		
IDC	105	162
IOT	88	107
ICT	67	95
云	20	92
DICT 合计	280	456
中国联通		
IDC	162	196
IOT	30	42
ICT	113	151
云	24	38
DICT 合计	329	427

资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

国内 IDC 龙头, 收入规模领先。中国电信 IDC 收入为国内行业第一。中国电信从 2005 年开始集中建设大规模数据中心, 改变了从前运营商数据较为分散的情况, IDC 产业逐渐从最初的资源消耗型产业转换为应用服务型产业。中国电信为客户提供完善的 IDC 服务体系包括主机托管服务、互联网接入服务互联网区域访问服务、IP 地址服务、数据中心互联专网接入服务、机房专线服务以及增值服务。

公司的 IDC 收入在国内占据最大的市场份额。2020 年, 公司 IDC 业务收入达到 280 亿元, 同比增长 10.1%, 远高于中国移动与中国联通。且中国电信占据 IDC 市场份额第一, 根据信通院统计, 目前三大基础电信运营商共占我国 IDC 市场约 65% 的份额, 其中中国电信最高占比约 30.6%, 中国联通、中国移动分别次之。

图表 15: 中国 IDC 市场份额

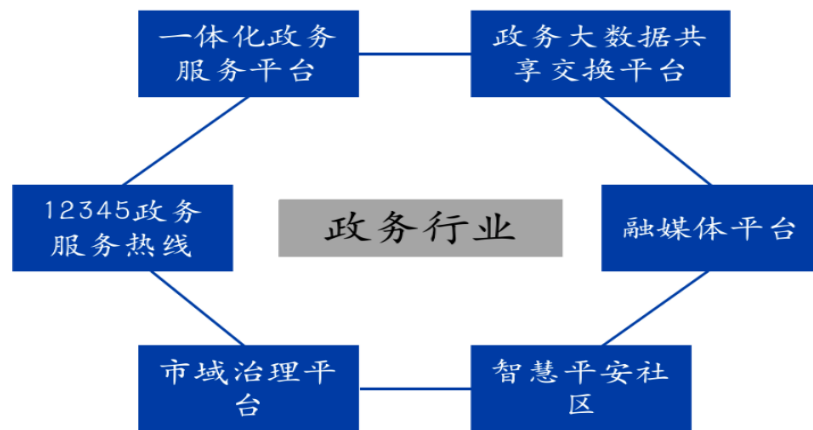


资料来源: 中国信通院, 国盛证券研究所

天翼云业务快速起航, 政企市场部署领先。 中国电信全力拓展天翼云业务。中国电信天翼云位居中国公有云服务 (IaaS+PaaS) 市场第四名、在中国混合云市场位居榜首。2019 年, 中国电信打造出了“5G + 天翼云 + AI”的云网融合战略, 全面推进 5G、云计算和新一代互联网的建设, 这是中国电信的独特优势。公司统一规划布局全国云数据中心, 打造基于云网融合的、以云为核心, 云、网、边、端、安全面协同的数字化平台, 构建 IaaS/S/PaaS/SaaS 的全栈服务产品。公司加速科技成果创新突破, 布局云和大数据中心体系, 打造天翼云差异化核心优势。

中国电信在政企市场部署领先。天翼云是中国最大的政务云平台供应商之一, 云计算行业的下半场是政企业的数字化转型, 政企客户业务复杂、技术能力弱, 需要更完善的一揽子解决方案, 相比于互联网企业需求更具差异化。中国电信在政企市场具备市场优势, 目前已经与 31 个省、236 个城市建立了智慧城市战略合作关系, 构建省级政务云平台 16 个, 地市级政务云平台 130 个。

图表 16: 中国电信提供的政务行业数字化平台



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

“5G+工业互联网”，To B 业务的下一站。中国电信是 5G+工业互联网的先行军。2019 年 10 月，中国电信发布跨行业跨领域的工业互联网开放平台，以工业连接为基础，数据汇聚为核心，从工业数据采集、工业数据中台和工业数据应用三个层次为制造企业提供设备连接、数据服务、应用生态等工业互联网服务。2020 年，中国电信以云网融合业务切入，带动公司“云、网、数智、安”业务发展，推动“5G+工业互联网”应用从外围辅助环节向核心生产环节渗透。根据人民邮电报报道，当前，中国电信在全国范围内展开工业互联网探索实践，已经在超过 10 个省市建立了工业云平台，为本地中小企业提供综合化的云网与应用服务。同时深入 10 余个细分行业，打造 30 余个具备示范效应的行业标杆，并与海尔、徐工、吉利、潍柴、一汽大众、中建钢构等 10 余家行业龙头企业共同进行工业互联网领域的探索和创新实践。

中国电信目前已拥有已拥有水泥全流程智能化工厂项目、基于边缘云的星火有机硅 5G 智慧工厂应用项目、智慧烟草实时监控平台、5G+智能钢厂项目等典型案例。其中，海螺集团水泥全流程智能化工厂项目是“超级上行”在全球首个端到端的商业应用。依托 5G“超级上行”+边缘云服务，无人机航拍结合 AI 图像识别系统可以精准识别自动预警，使得爆破警戒覆盖范围从原先 500 米扩大到 2 公里，将原有 2 小时人力检查工作量缩短到只需要半小时。通过全面验证，这些 5G 工业化应用能有效提高生产线灵活部署能力。不仅如此，宝钢股份最大载重公路无人驾驶车辆与浙江正泰 5G+MEC 智能车间同样是中国电信推进 5G 工业互联网应用的落地。

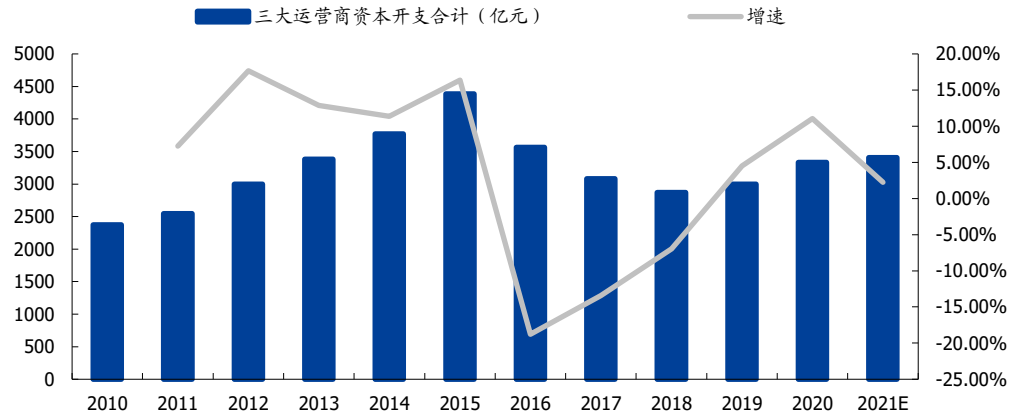
4. 5G 资本开支趋稳，费用管控水平提升

4.1 5G 建设节奏趋稳，资本开支压力下降

运营商整体 CAPEX 增速放缓。20 多年来，我国移动通信从无到有，经历了“1G 空白、2G 跟随、3G 突破、4G 并跑、5G 引领”的快速发展过程。在 3G/4G 时代，海外网络建设始终领先我国，而三大运营商一直处于追赶状态，仅用十年时间就完成了两代移动通信标准的更新换代。在 2G-3G-4G 的快速切换中，中国运营商始终处于移动网络建设的资本密集投入期，但却没有享受到网络建成后的红利期。5G 时代，中国运营商网络建设周期拉长，有望充分享受基建红利。根据各公司年报披露，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，同比增长 2.3%，增速有所放缓。

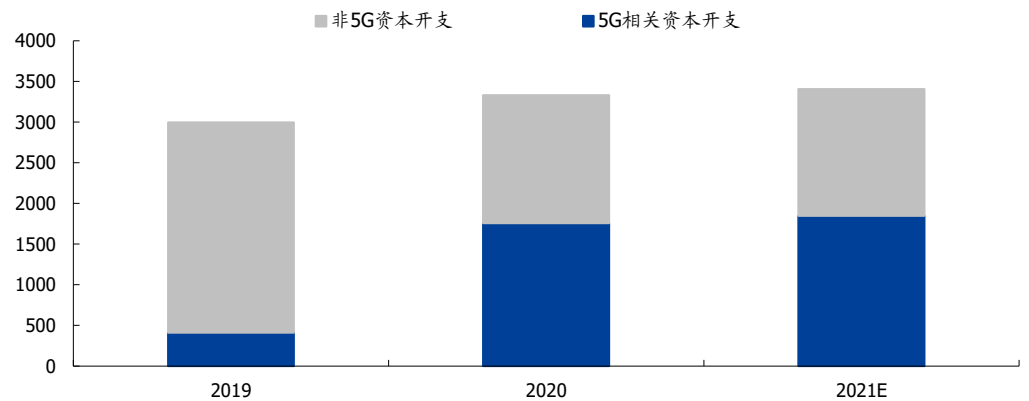
图表 17: 近年三大运营商资本开支合计



资料来源: 各公司年报, 国盛证券研究所

5G 相关资本开支趋于稳定: 根据工信部的要求, 2021 年 5G 基站建设的总体基调是“适度超前, 稳步推进 5G 网络建设, 紧贴不同场景的需求, 按需建设、深度覆盖, 打造高质量的 5G 网络”。由于 2020-2022 年是 5G 宏基站的建设大年, 市场原本担心运营商资本开支会大幅增长。但是根据目前的情况来看, 预计这三年的基站建设数量基本相当, 5G 相关的资本开支预计会平稳增长。根据三大运营商披露数据, 2021 年三大运营商的 5G 相关资本开支预计为 1847 亿元, 同比上升约 5%, 在资本开支中占比 54%, 再考虑上广电的 5G 资本开支, 整体应该稳中有升。

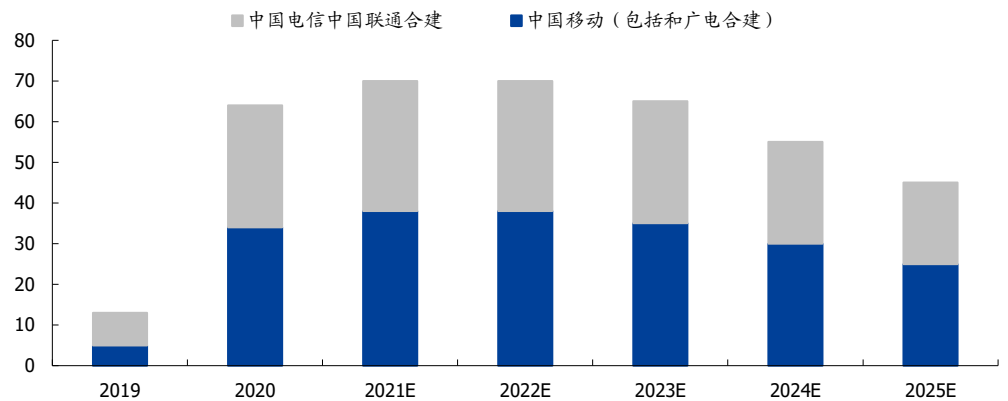
图表 18: 三大运营商 5G 相关资本开支情况 (亿)



资料来源: 中国联通、中国电信、中国移动, 国盛证券研究所

5G 基站按需建设。 4G 基站从 2013 年开始建设, 2014-2016 年集中大规模铺设, 迅速覆盖全国; 5G 基站从当前的规划来看, 速度低于 4G, 主要原因为 5G 基站造价较高, 同时消费者杀手级应用不成熟, 运营商从投资回报的角度, 先在重点城市重点区域进行网络覆盖, 后根据需求逐步补充。在这一思路下, 运营商资本开支可得到有效控制, 保证投入产出比。

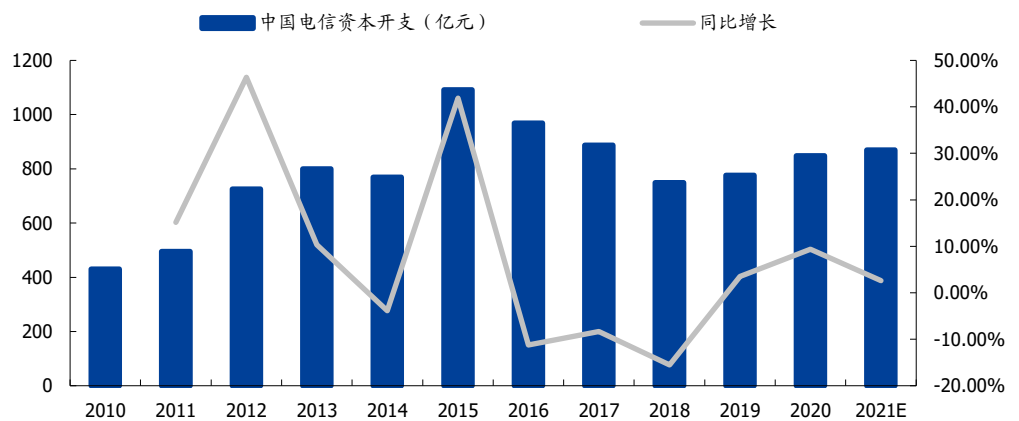
图表 19: 三大运营商 5G 基站每年建设情况 (单位: 万站)



资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

中国电信 2020 年资本开支共计 848 亿元, 同比增长 9%, 2021 年预计 870 亿元, 同比增长 3%, 增速放缓, 资本开支趋于稳定。

图表 20: 近年中国电信资本开支及增速



资料来源: 中国电信年报, 国盛证券研究所

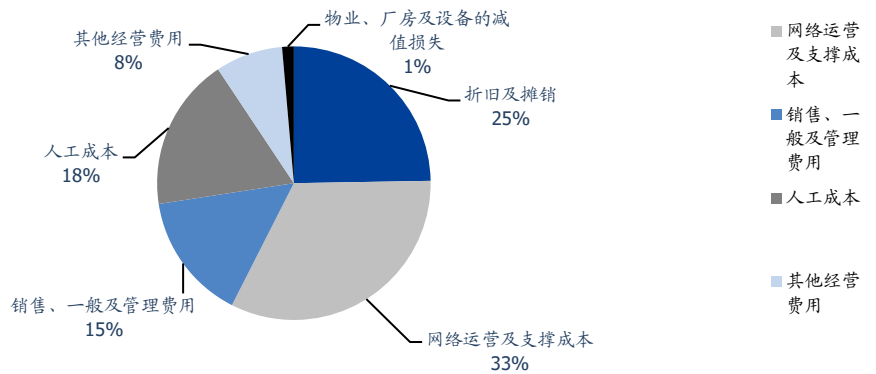
共建共享 5G 网络, 节省资本开支。 中国电信和中国联通于 2019 年 9 月 9 日宣布将共建共享 5G 网络, 从而在网络和频谱资源方面创造互补优势。截止 2020 年底, 电信和联通已建成了全球首张规模最大的 5G 共建共享网络, 建成 38 万个基站, 共建双方节省网络建设成本超过 760 亿元。

4.2 提升经营效率, 费用管控水平持续提升

2020 年中国电信的经营费用中, 网络运营及支撑成本、折旧及摊销、人工成本占据了前三的比例, 分别占 33%、25%和 18%。

图表 21: 2020 年中国电信经营费用构成

2020年中国电信经营费用构成

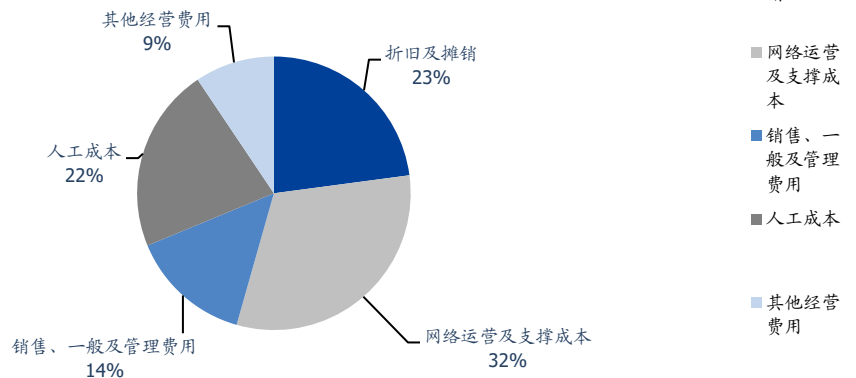


资料来源: 中国电信年报, 国盛证券研究所

2021 年第一季度中国电信的经营费用中各分项占比与 2020 年基本保持一致, 占比前三名依然为网络运营及支撑成本、折旧及摊销、人工成本, 分别为 32%、23%和 22%。

图表 22: 2021 年第一季度中国电信经营费用构成

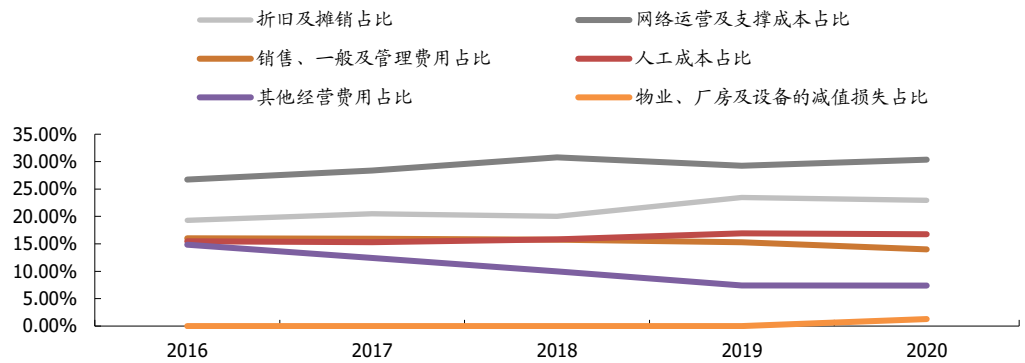
2021年第一季度中国电信经营费用构成



资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

中国电信总体成本费用趋于稳定。中国电信的成本费用近五年维持在营业收入中占比约 92%-93%。其中 2020 年折旧及摊销为 902.4 亿元, 较 2019 年增长 2.4%, 占总营收的 22.9%, 增长的主要原因是公司为支撑 5G 网络规模建设导致资本开支有所增加。网络运营及支撑成本为 1195.17 亿元, 同比增长 8.9%, 占总营收的 30.4%, 增长的主要原因是公司持续优化网络质量、提升用户感知, 积极支撑 5G、产业数字化业务发展, 适度增加网络成本投入。销售、一般及管理费用为 550.59 亿元, 同比下降 4%, 占总营收的 14%, 销售费用为 454.47 亿元, 同比下降 6.2%, 主要是公司紧抓互联网线上业务发展契机, 加快促销模式转型, 提升大数据线上精准营销能力, 持续提高营销资源投入效率。一般及管理费用为 96.12 亿元, 同比增长 8.1%, 主要是企业加大研发投入。人工成本为 659.89 亿元, 同比增长 3.8%, 占总营收的 16.8%, 增长的主要原因是公司继续加大对高科技人才引入及一线员工和高绩效团队的激励, 激发员工活力。其他经营费用 290.74 亿元, 同比增长 4.6%, 占总营收的 7.4%, 主要是移动端销售规模有所上升。

图表 23: 中国电信各项成本费用占总营收的比例变化趋势



资料来源: 中国电信年报, 国盛证券研究所

5. 回 A 上市, 上调股息, 打开估值上升通道

3月9日, 中国电信在港交所公告, 为把握数字化发展机遇, 完善公司治理, 拓宽融资渠道, 加快改革发展, 推动战略落地, 实现高质量发展, 公司拟申请本次 A 股发行并在上海证券交易所主板上市。

运营商 A+H 股资本架构建立, 助力业务发展。此前中国电信、中国移动公告回 A 上市计划, 三大运营商 A+H 股的资本架构建立。运营商通过内地资本市场开辟新的融资渠道, 进一步强化公司的资金储备, 目前时值 5G 建设和应用探索的关键时期, A 股上市有望缓解市场对于运营商资金压力的担忧。同时根据两家公告显示, A 股募集资金主要用于数字化业务的建设, 进一步加速运营商的数字化转型, 打开 B 端长期成长空间。

4月28日, 中国电信股份有限公司(简称“中国电信”)预披露招股说明书, 拟登陆上交所主板上市。招股说明书显示, 中国电信拟公开发行 A 股数量不超过 12,093,342,392 股(即不超过发行后总股本的 13%), 同时授权主承销商超额发售不超过本次发行 A 股股数(超额配售选择权行使前)15%的 A 股股份。本次初步募投资额为 544 亿元, 其中云网融合项目投入占募投近一半, 其余部分还将用于 5G 产业互联网建设项目和科技创新研发项目等。中国电信还强调将在 2021 年优化资本开支结构, 其中产业数字化方面的资本开支同比大幅增长 67%, 主要用于云和 IDC 基础设施的布局。

图表 24: 中国电信 A 股发行募集资金用途 (单位: 亿元)

序号	募投项目	未来三年 总投资规模	未来三年 利用募集资金投资额 (超额配售选择权行使前)
1	5G 产业互联网建设项目	214	114
2	云网融合新型信息基础设施项目	507	270
3	科技创新研发项目	300	160
合计		1021	544

资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

5G 产业互联网建设项目：在无线网方面，中国电信拟规划建设 5G 产业互联网基站约 9 万个；在核心网方面，公司拟聚焦重点行业应用，按需下沉部署约 2100 套轻量级 UPF、轻量级 5GC 等定制网元，有效满足行业客户的多样化定制需求；在 MEC 方面，公司将在现有设施基础上按需部署约 800 个 MEC 节点，结合集中 UPF 和按需下沉的边缘 UPF 支持用户低时延、数据本地化、安全性、差异化等服务需求；在承载网方面，公司将加大 STN 承载网络建设力度，计划建成约 1.9 万台 STN 设备以实现 5G 产业互联网“大宽带、低时延、安全可靠”的差异化承载需求。该项目顺应发展趋势，赋能千行百业并且有利于公司巩固市场地位，支撑转型战略。

云网融合新型信息基础设施项目：在天翼云方面，中国电信拟按照“2+4+31+X+O”的层次化架构，建设约 30.8 万台服务器；在数据中心方面，公司将承接天翼云布局，响应互联网企业和政企客户的业务需求，在京津冀、长三角、粤港澳、川渝陕等重点区域建设约 8.6 万架机架；在基础网络智能化升级方面，公司将面向云和数据中心，建设广覆盖、超高速、低时延的政企 OTN 网络、CN2-DCI 网络和 ROADM 全光网，新增传输网络宽带约 3000T、CN2-DCI 骨干网络宽带约 49T，实现网随云动，提供云网端到端智能服务；在云网安全方面，全公司计划规模部署约 360 个安全能力池，新增抗 DDoS 清洗能力约 8700G，推进安全能力体系重构；在云网运营系统方面，公司将按照云网融合、数据驱动、集成创新的思路，同步打造自主创新的云网运营支撑系统。该项目响应政策号召，推动新基建发展，并且落实“云改数转”战略，有助于提升企业竞争力。

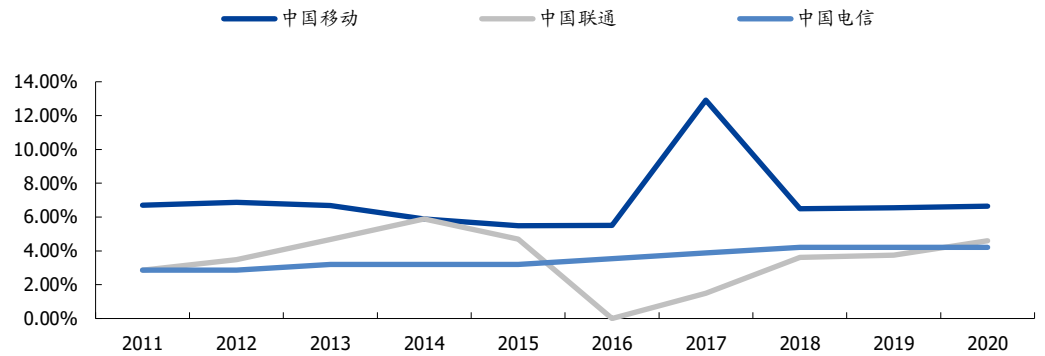
科技创新研发项目：拟快速突破云计算、云网运营及云网安全、5G MEC 及云边协同等关键技术，巩固网络基础优势，牢牢掌握云网核心技术；同时扎实推进产业数字化平台能力，包括面向自动驾驶的车路协同技术、物联网和工业互联网技术研究和平台研发、AI 大数据产业化攻关，实现产业数字化平台自主掌控，提升行业应用创新能力。此外，公司将提前部署 6G、区块链、量子信息等下一代技术，丰富前沿数字技术探索储备。通过科技创新，公司将加快构建企业核心竞争力，将中国电信打造成为关键核心技术自主可控的科技型企业，进入国家科技创新企业第一阵营。该项目可支撑现有业务发展，培育业务新增长点，并且满足客户高质量需求，牵引需求智能化升级。

5.1 上调股息，分享公司发展成果

中国电信 6 月 21 日公告，董事会审议通过关于调整公司派息政策的议案，2021 年度以现金方式分配的利润不少于该年度本公司股东应占利润的 60%，A 股发行上市后三年内，每年以现金方式分配的利润逐步提升至当年公司股东应占利润的 70%以上。同时，调整派息安排自 2022 年起宣派中期股息。

分红比例大幅上调，运营商板块配置价值进一步突显。根据 Wind 数据，中国电信近 5 年股利支付率稳定在 40%左右。公司于 6 月 21 日公告调整派息政策，由目前的 40%左右，在 2021 年提升至 60%，并在 A 股上市三年后提升至 70%。彰显了公司对于其后续发展的信心和与投资者分享公司发展利益的意愿。长期以来，运营商由于分红稳定，一直是投资者配置的重要部分，此次上调股利支付率，进一步凸显了运营商的配置价值。

图表 25: 港股三大运营商各年报报告期股息率情况 (2021.06.29 收盘价)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

假设分红比例上浮, 对应静态股息率测算: 中国电信 2020 年股东应占利润为 209 亿元, 派息 84 亿元, 对应股利支付率约 40%, 静态股息率约 4.2% (基于 6 月 25 日市值 1991 亿元)。如以当前股本计算, 假设将 2020 年股利支付率提高到 60%, 对应静态股息率约 6.3%; 假设 2020 年股利支付率提高到 70%, 对应静态股息率约 7.3%。

假设分红比例上浮+A 股增发摊薄, 对应静态股息率测算: 中国电信 4 月公告, 拟回 A 并募集 544 亿元用于 5G 等项目建设, 如考虑该部分增发摊薄, 以 2020 年股东应占利润 209 亿元为基准, 假设将 2020 年股利支付率提高到 60%, 对应静态股息率约 5%; 假设股利支付率提高到 70%, 对应静态股息率约 5.8%。

6. 盈利预测与投资建议

近半年以来, 中国电信股价在经历 ADR 退市风波后震荡上行, 但虽然目前公司股价已经出现了较大幅度上涨, 但我们认为, 从历史来看, 公司股价仍然处于较低的估值水平, 同时随着公司上调股息率、运营拐点出现等利好因素影响, 公司股票的配置价值有望进一步提升。

从 PB 估值来看, 即使经过本轮 ADR 退市筹码交换以及上调股息带来的涨幅后, 目前中国电信处于 10 年期以来的绝对较低位置, 当前 PB 仅为 0.572, 显著低于 2014 年-2015 年 4G 起步时期的 0.8-1 的市净率水平。在当前 5G 应用成熟前夜, 叠加中国电信利润从重新回到高速增长, 我们预计公司估值有进一步提升空间。

图表 26: 中国电信港股 2000-2021 年 PB-BAND



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计,随着公司在保持移动业务用户正增长的同时,凭借 5G 业务实现 ARPU 触底回升,公司移动通信业务收入有望迎来迅速回暖。我们预计公司 2021/2022/2023 年移动业务收入为 1931/2086/2200 亿,同比增长 10%/8%/5.5%。

随着公司宽带业务用户数量稳步增长,同时叠加基于宽带的智慧家庭业务带来的套餐费用提升,我们预计公司固网及智慧家庭业务将重回加速成长。我们预计公司 2021/2022/2023 年固网及智慧家庭业务收入为 1199/1295/1360 亿,同比增长 10%/8%/5%。

随着经济数字化程度不断加深,5G to B 应用不断成熟,同时叠加公司的 DICT 业务扩张战略,我们预计公司产业数字化业务将继续维持高速增长。我们预计公司 2021/2022/2023 年产业数字化业务收入为 982/1130/1299 亿,同比增长 17%/15%/15%。

图表 27: 盈利预测 (财务报表口径)

单位: 百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	389939.0	434871.1	476734.0	513905.7
移动通信服务	175564.0	193120.4	208570.0	220041.4
固网及智慧家庭服务	109018.0	119919.8	129513.4	135989.1
产业数字化	83968.0	98242.6	112978.9	129925.8
其他	5248.0	5510.4	5785.9	6075.2
出售商品收入	16141.0	18077.9	19885.7	21874.3
营业收入增速	4.8%	11.5%	9.6%	7.8%
移动通信服务	3.5%	10.0%	8.0%	5.5%
固网及智慧家庭服务	3.1%	10.0%	8.0%	5.0%
产业数字化	9.7%	17.0%	15.0%	15.0%
其他	-9.2%	5.0%	5.0%	5.0%
出售商品收入	10.6%	12.0%	10.0%	10.0%
营业收入构成	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
移动通信服务	45.0%	44.4%	43.7%	42.8%

固网及智慧家庭服务	28.0%	27.6%	27.2%	26.5%
产业数字化	21.5%	22.6%	23.7%	25.3%
其他	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%
出售商品收入	4.1%	4.2%	4.2%	4.3%
check1: total	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	272196.0	301365.7	330853.4	357164.5
毛利率	30.2%	30.7%	30.6%	30.5%
营业毛利	117743.0	133505.4	145880.6	156741.2
YOY	4.0%	13.4%	9.3%	7.4%
减: 销售费用	48882.0	54514.6	59762.5	64422.2
%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
YOY	-5.8%	11.5%	9.6%	7.8%
减: 管理费用	27155.0	30284.0	33199.3	35787.9
%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
YOY	5.4%	11.5%	9.6%	7.8%
减: 研发费用	4736.0	5281.7	5790.2	6241.6
%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
YOY	12.9%	11.5%	9.6%	7.8%
减: 财务费用	3014.0	579.8	-1490.4	-3161.4
%	0.8%	0.2%	-0.1%	-0.3%
YOY	-17.2%	-69.0%	-160.5%	212.8%
期间费用率	21.5%	20.8%	20.4%	20.1%
营业利润	31087.0	39598.1	45213.3	49904.3
YOY	2.4%	29.5%	12.5%	9.3%
归属于母公司净利润	20855.0	27174.9	31449.5	35020.4
销售净利率	5.3%	6.4%	6.7%	6.8%
净利润增长率	1.6%	34.5%	13.7%	10.1%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 中美运营商 PB 对比

	P/B(以 8.20 日收盘价计算)
中国联通 A 股	0.87x
中国移动 H 股	0.73x
AT&T	1.21x
T-mobile	2.62x
Verizon	3.12x
平均值	1.71x
中国电信 A 股	1.33x

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

我们预计公司 2021/2022/2023 年收入 4349/4767/5139 亿元, 归母净利润 272/314/350 亿元。我们选取了中美五家主流运营商作为可比公司, 以 8 月 20 日收盘价计算, 除中国电信外, 5 家中美顶级运营商的平均 P/B 为 1.71x, 中国电信 8 月 20 日的 P/B 为 1.33x,

有较大的中长期上升空间。我们认为，在中国 5G 世界领先的大背景下，随着运营商 B 端 C 端业务共振，A+H 的资本格局树立，运营营收与利润增速将会重回高速增长轨道，估值中长期将向更加成熟的北美市场靠拢，首次覆盖，给予“买入”评级。

7. 风险提示

(1) 5G 建设进度不及预期。

5G 基站建设收到疫情、上游原材料短缺等影响，可能出现一定延期，影响 5G 用户数发展。

(2) 5G 应用发展程度不及预期

5G 应用目前处于探索阶段，发展进程具有一定的不确定性。

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：021-38124100
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