

# 中国联通 (600050. SH)

## 强基固本守正创新，利润提速增长

买入

### 核心观点

**2021年收入利润稳增长，派息同比提升31%。**公司21年实现营业收入达到人民币3279亿元(+7.9%)；归母净利润63.1亿元(+14.2%)。其中21Q4营收833.7亿元(+6.2%)，归母净利润6.296亿元(-14.6%)。公司全年股息合计每股人民币0.088元(+31.4%)。年初完成第二次股权激励计划。

**收入端：**（1）5G用户渗透率先于行业，ARPU值同比提升4.3%。公司5G套餐用户达到1.55亿户，增长超预期，ARPU达43.9元(+4.3%)，5G价值逐步显现，移动业务迎来量与价稳步回暖。（2）“三千兆”融合促进宽带发展，固网业务受益5G引领的固移融合发展创历史新高，宽带用户全年净增895万户，固网业务营收同比+5.2%。（3）产业互联网发展迅猛，是业务增长主要驱动力。产业互联网收入548亿元(+28%)，占公司主营业务增长的近60%。我们认为5G引领固移融合的策略将驱动C端业务稳步发展。B端云大物相关业务增速已超30%，数字经济将驱动新业务保持两位数增长。

**成本端：**（1）资本开支低于预期，CAPEX进入平稳下行期。21年资本开支690亿，低于年初计划。共享共建助力公司经营趋向变“轻”。（2）运营成本短期提升，长期可控。公司网络运行成本531亿元(+14.7%)，5G能耗成本较高。但公司自研基站和IDC节能项目已取得突破。长期看网络运营费用可控。（3）持续加大研发和营销投入，但增幅低于主营业务收入。公司重视研发和市场竞争力，研发费用同比+60%，在人才和市场投入同比均+5.7%。

**现金流增长稳定，带息债务大幅下降。**连续5年经营活动现金流稳增长。21年自由现金流430亿元(+8%)，带息债务427亿元(-18%)。抗风险能力强。

**产业互联网是成长主线，创新业务释放新动能。**以云大物智链安基座为五大赛道奠定坚实基础。发力“东数西算”，打造“5+4+31+X”新型数据中心体系。21年云、大、物、IT服务收入同比增速分别为329%/48%/40%/33%。公司通过冬奥会向世界展示了5G行业应用价值，21年5G应用贡献60亿收入。

**第二期股权激励完成，利润提速增长开启高质量发展征程。**股权激励解锁条件为22-24年利润同比增速不低于7%/10%/10%，利润增速远高于收入增速。

**风险提示：**5G发展不及预期；创新业务发展不及预期；疫情影响加剧。

**投资建议：**5G网络建设步入中期，移动业务发展趋缓将影响整体营收增速。因此我们下调盈利预测，预计22-23年营收增速+5.3%/+5.0%（原预测为+6.6%/+4.9%），归母净利润为70/77亿元（原预测为76/85亿元），对应PE为16/15x，维持“买入”评级。

### 公司研究·财报点评

#### 通信·通信服务

**证券分析师：**马成龙  
021-60933150  
machenglong@guosen.com.cn  
S0980518100002

**证券分析师：**陈彤  
0755-81981372  
chentong@guosen.com.cn  
S0980520080001

**联系人：**袁文翀  
021-60375411  
yuanwenchong@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	3.69元
总市值/流通市值	114346/113490百万元
52周最高价/最低价	4.60/3.55元
近3个月日均成交额	373.51百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国联通-600050-2021年第三季度报告点评：Q3保持稳健增长，持续加大创新业务投入》——2021-10-22
- 《中国联通-600050-2021年半年度报告点评：转型稳步推进，加大创新业务投入》——2021-08-20
- 《中国联通-600050-2021年一季报业绩点评：Q1业绩超预期，业务全面改善》——2021-04-22
- 《中国联通-600050-2020年年报点评：ARPU值稳步提升，创新业务表现亮眼》——2021-03-15
- 《中国联通-600050-2020年半年报点评：疫情阴霾已过，弹性逐步显现》——2020-08-13

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	303,838	327,854	345,308	362,471	378,882
(+/-%)	4.6%	7.9%	5.3%	5.0%	4.5%
净利润(百万元)	5521	6305	6971	7738	8370
(+/-%)	10.8%	14.2%	10.6%	11.0%	8.2%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.22	0.25	0.27
EBIT Margin	6.2%	5.3%	5.0%	5.4%	5.7%
净资产收益率(ROE)	3.7%	4.2%	4.7%	5.3%	5.8%
市盈率(PE)	20.6	18.0	16.3	14.7	13.6
EV/EBITDA	4.2	4.3	6.2	5.5	5.0
市净率(PB)	0.77	0.76	0.77	0.78	0.78

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

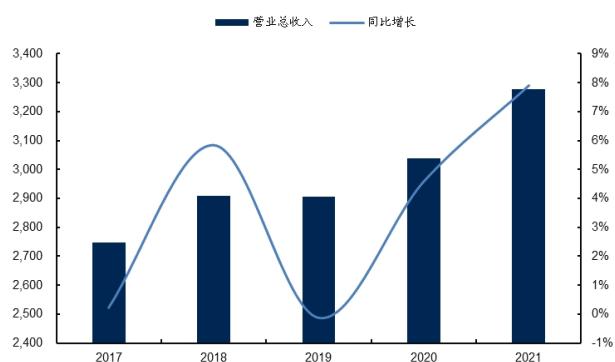
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 2021 年业绩：收入利润稳健增长

**2021 年公司收入增速创八年新高，盈利规模提速增长。**2021 年，公司实现营业收入达到人民币 3279 亿元，同比增长 7.9%；主营业务收入达到人民币 2962 亿元，同比增长 7.4%，增速较 2020 年全年提高 3.1 个百分点；全年利润总额达到人民币 178 亿元，归属于母公司净利润达到人民币 63.1 亿元，同比增长 14.2%，增速较 2020 年全年提高 3.4 个百分点；EBITDA 达到人民币 961 亿元，较去年同比提升 2.3%。

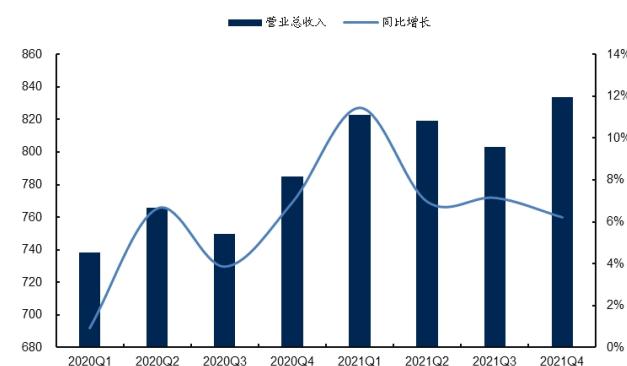
2021 年第四季度，其中 2021 年第四季度，公司单季度主营收入 833.65 亿元，同比上升 6.22%；单季度归母净利润 6.3 亿元，同比下降 14.63%；单季度扣非净利润 9.24 亿元，同比上升 84.03%。**公司第四季度归母净利润有所下降系 5G 业务 ARPU 值下降，同时在研发和销售费用加大投入所致。**

图1：中国联通营业收入及增速（单位：亿元、%）



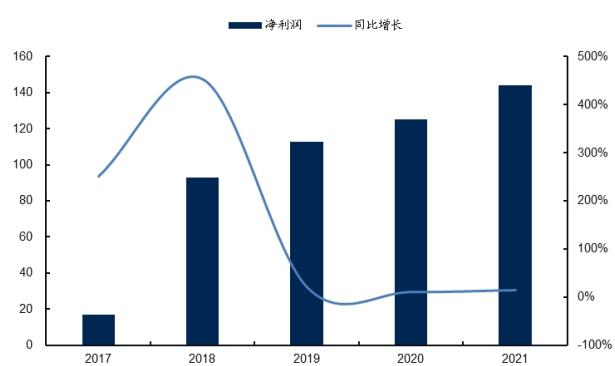
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国联通单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国联通归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国联通单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 收入端：5G 用户与固网用户数超预期，产业互联网增长显著

**5G 业务价值显现，ARPU 值回暖。**2021 年，移动主营业务收入达到 1641 亿元，同比提升 4.8%，移动出账用户净增达到 1130 万户，大幅优于 2020 年的净减 1266 万户。用户价值持续优化，移动用户 ARPU 达到 43.9 元，同比提升 4.3%。流量释

放成效显著，手机上网总流量增长 32.2%。5G 业务加速发展，公司 5G 套餐用户达到 1.55 亿户，5G 套餐用户渗透率超越行业平均，达到 48.9%。随着 5G 网络覆盖率提升，5G 用户渗透率加速，公司移动用户结构发生变化，高价值用户占比提升，ARPU 值不再承受“提速降费”压力，呈现上升趋势。

**“三千兆”融合引领，固网宽带跑出加速度。**2021 年，公司宽带接入收入同比增长 5.2%，达到人民币 448 亿元。固网宽带用户全年净增 895 万户，总数达到 9505 万户，全年净增用户规模创公司历史新高；宽带接入 ARPU 基本维持平稳，达到 41.3 元，基于规模的价值经营成效显现。融合业务在固网宽带用户中的渗透率达到 71.5%，同比提升 7.4%。固网用户数受益于固移融合策略，用户数增长显著，规模效应下宽带业务增速同比创新高。

图5: 中国联通移动业务发展情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 中国固网业务发展情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

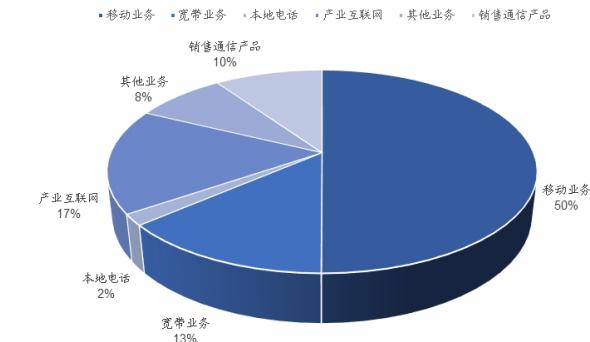
**创新业务释放新动能，产业互联网持续高增长。**2021 年，产业互联网业务收入同比增长 28.2%，达到人民币 548 亿元，占整体主营业务收入比例达到 18.5%。该块业务已经成为公司业务主要增长贡献点，占公司业务增长的 59%。未来公司将继续加快打造自主创新平台能力和重点产品，持续提升行业竞争力和业务价值。我们认为，随着公司持续投入创新，以云大物智链安五大赛道为基座的发展将持续加速驱动产业互联网的发展，该业务有望在“十四五”期间占营收比提升至 30%。

图7: 中国联通产业互联网业务发展情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 中国联通市场结构

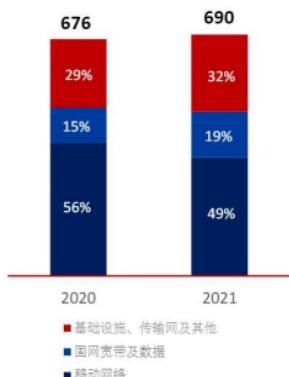


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 成本端，资本开支高峰已过，费用占比增速小于营业收入增速

资本开支已过高峰期，折旧摊销值已高于资本开支多年，成本侧压力开始缓解。公司2021年，公司2021年资本开支690亿元，低于预期（年初规划700亿元），5G基础设施建设已进入中期，其中移动网络开支占比从56%下降至49%，5G网络建设增速逐步趋缓，运营商在5G侧资本开支开始进入平稳期或下行期。2021年折旧摊销费用为856.6亿元，相比较2020年净增了26.3亿元，所占营业收入的比重由上年的27.33%下降至26.13%。随着5G部署规模增大，对应折旧摊销在未来几年会逐步上升。折旧摊销费用已经超过资本开支，公司经营正逐步变“轻”。

图9: 中国联通资本支出结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10: 中国联通折旧及资本开支（单位：亿元）

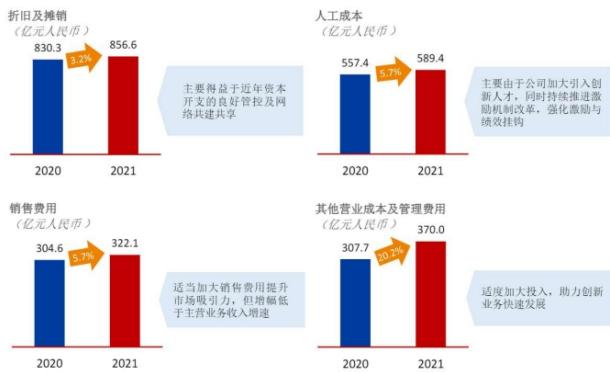


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

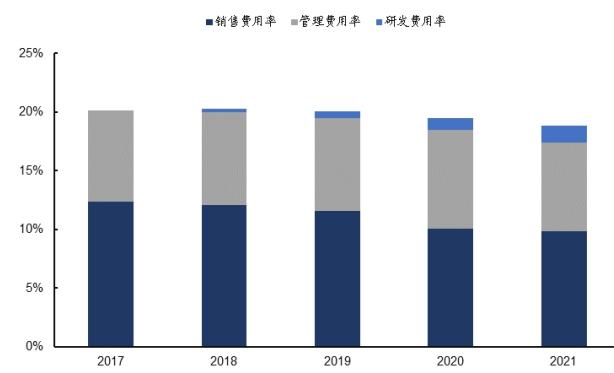
**运营费用有所增长，但可管可控。**公司网络运行及支撑成本发生人民币530.9亿元，同比增长14.7%，所占营业收入的比重由上年的15.23%变化至16.19%，主要受房屋设备租赁成本、网络运维及能耗成本增影响。面对高能耗问题，公司积极推动打造绿色低碳网络，公司研发的“4G/5G协同智能节能管理”项目可降低移动基站能耗，荣获国际电联信息社会世界峰会WSIS ICT电子环境组冠军奖。同时公司研发的智能双循环（氟泵）多联模块化机房空调系统可为IDC机房全年节能50%以上。5G能耗较传统基站大一些无可厚非，但随着绿色低碳等技术的演进，电费增长可控，公司可将能耗等运营管理费用控制在一定的营收占比内。

**持续加大研发和人员投入，重视创新。**公司重视研发和市场竞争力，加大引入创新人才，人工成本发生人民币589.4亿元，同比增长5.7%，所占营业收入的比重由上年的18.35%变化至17.98%。研方面的投入，研发费用同比增长61.7%，科技创新人员占比达到22%，授权专利数达到1128件，同比大幅增长120%；公司主导高精度时频同步芯片首次实现国产化替代，打破了国外对于相关技术的垄断。为5G网络提供了可靠、低误差的时间基准精度。

**在营销侧，公司加快线上线下一体化，通过“冬奥”、“联通云”等品牌提升了市场吸引力。**销售费用发生人民币322.1亿元，同比增长5.7%，所占营业收入的比重由上年的10.03%下降至9.83%。值得注意的是虽然公司持续加大投入，但是各块费用的增幅均低于主营业务收入增速。

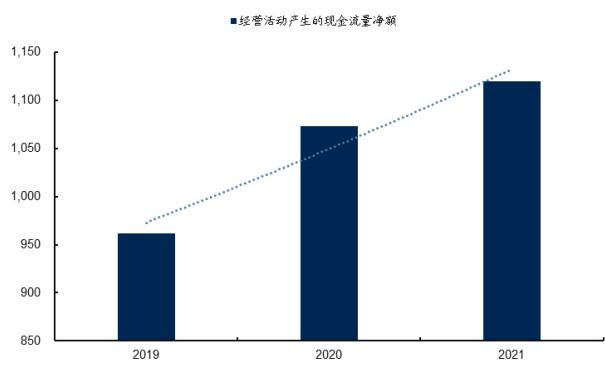
**图11: 中国联通主要费用变化介绍**


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

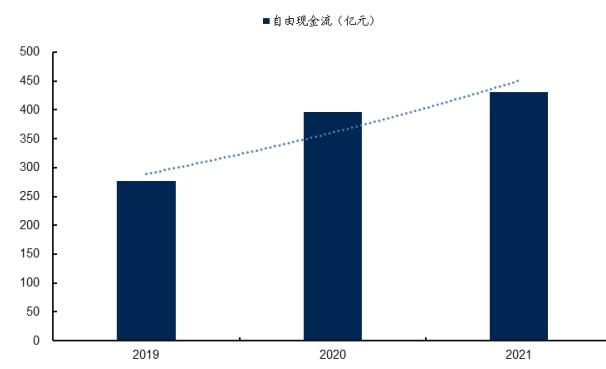
**图12: 中国联通费用结构 (单位: %)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

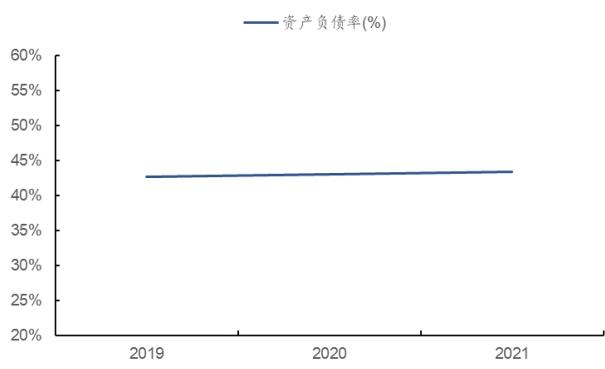
**自由现金流增长显著，带息债务大幅下降。**公司经营活动现金流 2019–2021 年稳定增长，分别为 962/1073/1119 亿元。21 年公司自由现金流为 430 亿元，同比增长 8.4%。公司资产负债率 2019–2021 年为 42.7%/43.1%/43.3%。2021 年带息债务为 427 亿元，同比下降 18%。公司经营稳健，财务实力得到进一步夯实，抗风险能力增强。

**图13: 中国联通经营活动现金流 (单位: 亿元)**


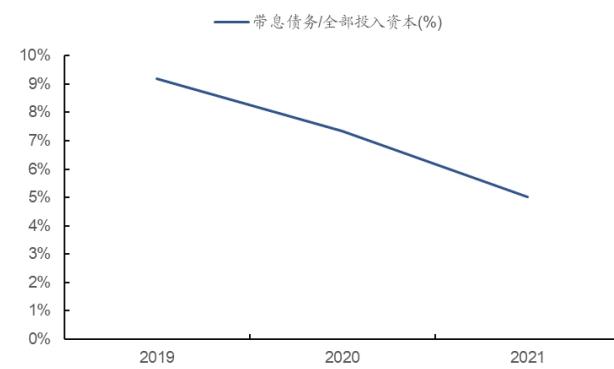
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图14: 中国联通自由现金流 (单位: 亿元)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图15: 中国联通资产负债率 (单位: %)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**图16: 中国联通带息债务/全部投资资本 (单位: %)**


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

## 产业互联网是成长主线，第二次股权激励开启高质量发展征程

公司持之以恒发力创新领域，以云大物智链安基座为五大赛道奠定坚实基础。公司紧抓“东数西算”新机遇，倾力打造“联接+感知+计算+智能”的算网一体化服务，全国打造“5+4+31+X”新型数据中心体系；“联通云”全面焕新升级，形成云原生和虚拟化双引擎，发布物联感知云、数海存储云、智能视频云等七大场景云；融合“联通链”及人工智能，大数据平台日处理能力突破200TB；持续做大物联网连接规模，加快向连接+非连接的融合应用转型，物联网市场份额持续提升；积极布局安全市场，安全产品形成规模复制能力。

5G行业应用方面已为公司贡献60亿元收入。公司持续深入实施5G应用“扬帆”行动计划，持续打造并迭代5G工业互联网、智慧城市、医疗、教育、文旅等行业基线化解决方案；持续加大研发投入，在双碳物联网、5G+车路协同、5G+北斗、智慧法务、智慧养老等领域开展产品孵化。公司在冬奥会上实现的“5G+4K/8K”直播、高铁5G超高清直播、IPv6智慧专网、L4无人驾驶等近20项应用已证明了5G行业应用方面的价值与领先型。2021年行业应用项目达8000个。

表1：产业互联网2021年不同业务营收情况

	收入（亿元）	同比增长率
联通云	163	+324%
大数据	26	+48.7%
物联网	60	+43%
IT服务	200	+33%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测；注：IT服务数据为预估值，目前只披露了2021年上半年数据100亿，全年数据未披露

**第二期股权激励完成，利润提速增长开启高质量发展征程。**2022年1月，中国联通发布《第二期限制性股票激励计划（草案）》，拟向不超过8000名激励对象授予不超过9亿股的限制性股票，约占当前公司股本总额309.9亿股的2.9%，授予价格为2.48元/股。本次股权激励解锁条件要求收入和利润总额增长、ROE提升超行业平均，其中主营业务收入同比改善，2022-2024年主营业务收入较2020年增速不低于11.82%/16.85%/22.10%，同比增速分别为4.1%/4.5%/4.5%。利润总额同比改善，同年利润总额较2020年增速不低于23.20%/35.52%/49.07%，同比增速分别为7.0%/10.0%/9.9%。**利润增速远高于收入增速，体现出公司对高质量发展的信心，有望调动员工积极性、激发企业活力。**

表2：公司第二期限制性股票激励计划

解锁条件	2022	2023	2024
主营收入同比增速	4.1%	4.5%	4.5%
利润总额同比增速	7.0%	10%	9.9%
净资产收益率	4.10%	4.25%	4.40%
经济增加值（EVA）	同比改善	同比改善	同比改善

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理；注：经济增加值（EVA）=税后净营业利润-资本成本

**投资建议：**我们认为“数字经济”背景下“平台+网+X”数字型服务将驱动创新业务强劲增长，同时5G网络建设步入中期，移动业务发展趋缓。

◆ 收入端：21年5G业务ARPU值有所下降将影响移动业务，增长承压。公司加大创新业务投入，产业互联网侧云计算、大数据、物联网21年收入均增长超30%，

后续将保持强劲增长势头，成为业绩增长新的驱动力。下调营收增速预测，预计 22-23 年公司整体营收增速为+5.3%/+5.0%（原预测+6.6%/+4.9%）。

◆ 成本端：5G 建设进入中期，21 年固定资产投入 690 亿元低于年初公司公告计划 700 亿元，后续共享共建、节能方案等都将在费用端为公司节省开支。

综上，预计 22-24 年营业收入分别为 3453/3625/3789 亿元（原预测为 3492/3662/3808 亿元）。下调盈利预测，预计 22-24 年归母净利润为 70/77/84 亿元（原预测为 76/85/93 亿元），对应 PE 为 16/15/13x，维持“买入”评级。

表3：同类公司估值比较

国家/区域	运营商	股票代码	PE (2022E)	PE (2023E)	PB (2022E)	EV/EBITDA (2022E)	EV/EBITDA (2023E)	总市值(\$B)
中国	中国联通	600050.SH	16.1x	14.3x	0.77x	6.2x	5.6x	15.92B
	中国电信	0728.HK	7.8x	6.9x	0.5x	2.3x	2.2x	53.83B
	中国移动	0941.HK	7.1x	6.6x	0.7x	1.5x	1.4x	143.26B
新加坡	新加坡电信有限公司	STEL.S	18.8x	15.6x	1.5x	13.7x	13.2x	31.08B
	澳大利亚电信股份有限公司	TLS.O	26.9x	22.7x	3.1x	8.3x	7.8x	33.09B
美国	美国电话电报公司	T.N	7.6x	7.7x	1.0x	7.7x	7.6x	165.64B
	沃达丰	VOD.LN	14.4x	12.5x	0.7x	6.3x	6.2x	41.73B
	西班牙电信股份公司	TEF.N	11.8x	10.3x	1.1x	5.6x	5.6x	25.30B
欧洲	Orange 公司	ORA.N	9.8x	8.6x	0.8x	5.2x	4.9x	30.55B
	日本电信电话	9432.T	10.8x	10.1x	1.5x	6.4x	6.2x	106.10B
	KDDI 有限公司	9443.T	13.1x	12.5x	1.7x	5.8x	5.8x	76.33B
日本	KT 株式会社	KT.N	7.4x	6.9x	0.5x	3.1x	3.0x	6.78B
	SK 电讯株式会社	017670.KS	11.0x	9.3x	0.7x	4.2x	4.2x	10.11B
行业均值			12.5x	11x	1.12x	5.86x	5.69x	

资料来源：Bloomberg、Wind、国信证券经济研究所预测

**风险提示：**1、5G 发展不及预期；2、创新业务发展不及预期；3、疫情影响加剧。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	35215	46273	66852	40513	42279	营业收入	303838	327854	345308	362471	378882
应收款项	23338	19871	25072	25376	25666	营业成本	224539	247361	255873	268228	280372
存货净额	1951	1846	2621	2464	2499	营业税金及附加	1354	1427	1504	1590	1705
其他流动资产	46589	54223	44222	53982	55870	销售费用	30461	32212	35567	36610	37888
<b>流动资产合计</b>	<b>108654</b>	<b>126252</b>	<b>142805</b>	<b>126374</b>	<b>130353</b>	管理费用	25759	24780	30956	32259	33292
固定资产	362488	352107	369012	376593	375610	研发费用	2964	4792	4144	4350	4168
无形资产及其他	24942	27173	26086	25000	23915	财务费用	227	97	(326)	(278)	(33)
投资性房地产	41934	39336	39336	39336	39336	投资收益	2847	4377	3133	3452	3654
长期股权投资	44458	48416	51314	54680	58087	资产减值及公允价值变动	442	453	400	400	400
<b>资产总计</b>	<b>582475</b>	<b>593284</b>	<b>628553</b>	<b>621983</b>	<b>627301</b>	其他收入	(9196)	(9112)	(4144)	(4350)	(4168)
短期借款及交易性金融负债	13734	15947	15511	15510	15508	营业利润	15590	17696	21123	23564	25543
应付款项	120364	129764	149850	154126	157093	营业外净收支	369	112	358	279	250
其他流动负债	88144	89428	109772	111782	113583	<b>利润总额</b>	<b>15960</b>	<b>17807</b>	<b>21481</b>	<b>23843</b>	<b>25793</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>222242</b>	<b>235138</b>	<b>275133</b>	<b>281417</b>	<b>286185</b>	所得税费用	3435	3391	4726	5246	5674
长期借款及应付债券	5480	1835	1835	1835	1835	少数股东损益	7004	8111	9784	10860	11748
其他长期负债	23280	20101	20401	20601	20701	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5521</b>	<b>6305</b>	<b>6971</b>	<b>7738</b>	<b>8370</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>28759</b>	<b>21936</b>	<b>22236</b>	<b>22436</b>	<b>22536</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>251001</b>	<b>257074</b>	<b>297369</b>	<b>303854</b>	<b>308721</b>	<b>净利润</b>	<b>5521</b>	<b>6305</b>	<b>6971</b>	<b>7738</b>	<b>8370</b>
少数股东权益	183765	186993	184058	181886	180711	资产减值准备	(87)	204	49	20	2
股东权益	147709	149217	147126	145578	144741	折旧摊销	67557	69890	49522	56886	63468
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>582475</b>	<b>593284</b>	<b>628553</b>	<b>631318</b>	<b>634173</b>	公允价值变动损失	(442)	(453)	(400)	(400)	(400)
						财务费用	227	97	(326)	(278)	(33)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(6726)	6233	44816	(3402)	2659
每股收益	0.18	0.20	0.22	0.25	0.27	其它	(638)	(4551)	(2984)	(2192)	(1177)
每股红利	0.20	0.31	0.29	0.30	0.30	<b>经营活动现金流</b>	<b>65185</b>	<b>77629</b>	<b>97975</b>	<b>58650</b>	<b>72922</b>
每股净资产	4.76	4.81	4.75	4.70	4.67	资本开支	0	(55722)	(65000)	(63001)	(61002)
ROIC	7%	7%	6%	7%	8%	其它投资现金流	(1358)	(2478)	0	0	0
ROE	4%	4%	5%	5%	6%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(4600)</b>	<b>(62158)</b>	<b>(67898)</b>	<b>(66367)</b>	<b>(64409)</b>
毛利率	26%	25%	26%	26%	26%	权益性融资	(183)	10	0	0	0
EBIT Margin	6%	5%	5%	5%	6%	负债净变化	(387)	(647)	0	0	0
EBITDA Margin	28%	27%	19%	21%	22%	支付股利、利息	(6093)	(9685)	(9063)	(9285)	(9207)
收入增长	5%	8%	5%	5%	5%	其它融资现金流	(50892)	16240	(436)	(1)	(2)
净利润增长率	11%	14%	11%	11%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(64035)</b>	<b>(4413)</b>	<b>(9498)</b>	<b>(9286)</b>	<b>(9209)</b>
资产负债率	75%	75%	77%	77%	77%	<b>现金净变动</b>	<b>(3450)</b>	<b>11058</b>	<b>20579</b>	<b>(17004)</b>	<b>(697)</b>
息率	5.4%	8.5%	8.0%	8.2%	8.1%	货币资金的期初余额	38665	35215	46273	66852	40513
P/E	20.6	18.0	16.3	14.7	13.6	货币资金的期末余额	35215	46273	66852	49848	39817
P/B	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	企业自由现金流	0	34392	42805	5641	21861
EV/EBITDA	4.2	4.3	6.2	5.5	5.0	权益自由现金流	0	49985	42624	5857	21884

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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