

分析师：唐俊男
登记编码：S0730519050003
tangjn@ccnew.com 021-50586738

乘数字经济东风，电信运营商攻防兼备

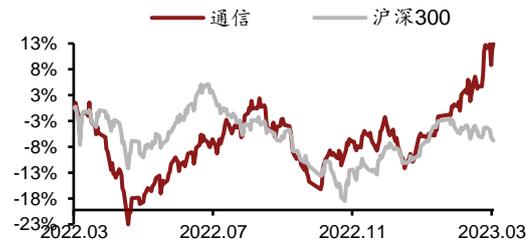
——通信行业深度报告

证券研究报告-行业深度报告

强于大市(首次)

通信行业指数相对沪深 300 指数表现

发布日期：2023 年 03 月 10 日



资料来源：Wind，中原证券

相关报告

《通信行业年度策略：电子通信行业 2022 年度策略：聚焦国产替代和 5G 基建提速》 2021-12-09

《通信行业半年度策略：穿越周期，拥抱成长》 2021-06-18

《通信行业周报：5G 招标即将启动，自下而上关注产业链机会》 2021-06-02

联系人：马焱琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

● 运营商所处的电信行业发展态势良好

我国电信业务总量和收入均较快增长，业务结构优化。2022 年电信业务收入同比增长 8.0%，电信业务总量同比增长 21.3%，新兴业务同比增长 32.4%，对电信业务收入增长贡献率达 64.2%。其中，云计算、大数据、物联网、数据中心业务同比增长 118.2%、58.0%、24.7%、11.5%。2022 年新建 5G 基站数量同比增长 61.5%。

● 运营商经营向好，重视股东回报，股息率较高

运营商经营稳健，营收增速拐点已于 2020 年出现；盈利状况改善，净利润增速拐点已于 2021 年出现。传统业务中，收入端方面，随着 5G 周期开启，2020 年营收增速转正。DOU 持续增长，ARPU 稳步回升。随着 5G 渗透率提高，流量消耗量增加，ARPU 有继续上行预期。成本端方面，未来 5G 资本开支的下降会降低其产生的费用，运营商存在利润修复的预期。新兴业务中，产业数字化发力，云计算业务高速增长。三大运营商 2022 年产业数字化业务收入增速在 15%-40% 左右，联通云、天翼云、移动云业务收入均翻倍增长。

● 运营商身处数字经济和国企改革的交汇点

充分享受 C 端市场红利后，运营商寻求业务转型，重视发挥规模效应，以 B 端为主力增长点，产业数字化业务成为第二成长曲线。“一利五率”昭示市场化考核信号，新增指标若改善，市场对国企的定价或向上。

● 投资建议

电信运营商作为数字经济中坚力量，人工智能时代国家队代表，算力网络建设先锋，有望充分受益。随着 5G 发展进入后周期，运营商资本开支逐渐平稳，资本开支结构化可能会逐渐显现，国资云渗透率持续提高，云计算或带来新的增长动力。作为发展数字经济的主力，运营商业绩增速持续改善，而且电信运营商的高分红率对中期估值水平形成稳健支撑。电信运营商是我国国企改革的示范，龙头公司按市场化机制运营，提高核心竞争力，完善中国特色国企现代公司治理。探索建立具有中国特色的估值体系，我们继续看好电信运营商的价值重估。建议关注：中国联通（600050.SH）、中国电信（601728.SH）、中国移动（600941.SH）。

风险提示：数字经济后续支持政策不及预期；具体政策执行不及预期；后周期发展不及预期；电信运营商资本开支不及预期；相关公司业绩不及预期。

内容目录

1. 电信行业发展态势良好	4
1.1. 电信业务结构不断优化	4
1.1.1. 新兴业务为矛	4
1.1.2. 传统业务为盾	5
1.2. 用户规模持续扩大	6
1.2.1. 电话用户总规模保持增长	6
1.2.2. 宽带业务用户稳步增长	6
1.2.3. 物联网用户数量首次超过移动电话用户数量	7
1.3. 电信业务量维持增长	7
1.3.1. 移动互联网流量维持两位数增长，DOU 稳步提升	7
1.3.2. 移动短信业务量和语音业务量增速放缓	8
1.4. 网络基建逐步推进	8
1.4.1. 固定资产投资平稳增长，5G 投资增速小幅下降	8
1.4.2. 网络基建优化升级，全光网络建设稳步推进	9
1.4.3. 5G 网络建设继续推进，网络覆盖能力不断增强	10
1.4.4. IDC 布局与数据处理能力不断强化，机架数量持续增长	10
2. 电信运营商经营向好	11
2.1. 运营商经营稳健，营收增速拐点已于 2020 年出现	11
2.2. 运营商盈利状况改善，净利润增速拐点已于 2021 年出现	12
2.3. 移动用户数数正增长，移动用户市场竞争格局趋于稳定	12
2.4. DOU 持续增长，ARPU 稳步回升	13
2.5. 宽带业务保持温和增长	14
2.6. 产业数字化发力，云计算业务高速增长	14
2.7. 电信运营商重视股东回报，股息率较高	16
3. 运营商的职能、电信服务属性、网络周期建设和资本开支情况	17
3.1. 电信运营商的产业计划职能	17
3.2. 电信运营服务的准公共产品属性	17
3.3. 3G 到 5G 快速迭代	18
3.4. 运营商资本开支周期是通信行业景气度先行指标	18
4. 运营商身处数字经济和国企改革的交汇点	19
4.1. 数字经济政策回顾和解读	19
4.2. 运营商在数字经济中具备得天独厚的优势	20
4.2.1. 运营商的业务转型	20
4.2.2. 规模效应助力运营商提升盈利水平	20
4.3. 国企改革和中国特色的估值体系	20
4.3.1. 一利五率考核指标解读	21
5. 运营商与人工智能	22
5.1. 运营商是算力网络建设先锋	22
5.2. 海外运营商转型人工智能企业	23
6. 投资建议	24

图表目录

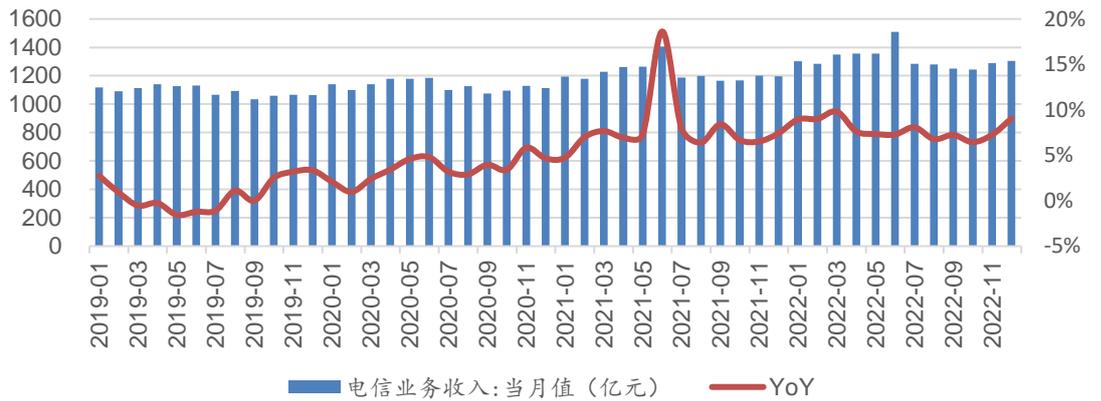
图 1: 国内电信业务收入 (亿元) 情况	4
图 2: 新兴业务收入 (亿元) 情况	5

图 3: 固网业务收入 (亿元) 情况	5
图 4: 移动业务收入 (亿元) 情况	5
图 5: 语音业务收入 (亿元) 情况	6
图 6: 移动电话和固定电话普及情况	6
图 7: 2021 年宽带各接入速率用户占比	7
图 8: 2022 年宽带各接入速率用户占比	7
图 9: 物联网和移动电话用户数对比	7
图 10: 移动互联网接入流量及增速情况	8
图 11: 移动互联网当月接入流量及当月 DOU 情况	8
图 12: 移动短信业务量和收入情况	8
图 13: 移动电话用户情况	8
图 14: 电信固定资产投资情况	9
图 15: 光缆线路发展情况	9
图 16: 互联网宽带接入端口情况	10
图 17: 光纤 (FTTH/O) 端口发展情况	10
图 18: 移动电话基站发展情况	10
图 19: 三大运营商对外可用 IDC 机架 (万个) 情况	11
图 20: 三大运营商营收 (亿元) 情况	11
图 21: 三大运营商营收增速 (%)	11
图 22: 三大运营商净利润 (亿元) 情况	12
图 23: 三大运营商净利润增速 (%)	12
图 24: 三大运营商移动用户数 (亿户)	13
图 25: 三大运营商 5G 用户数 (亿户)	13
图 26: 三大运营商 DOU (GB/户/月) 情况	13
图 27: 三大运营商移动 ARPU (元/户/月)	14
图 28: 三大运营商宽带用户数 (亿户)	14
图 29: 三大运营商宽带 ARPU (元/户/月)	14
图 30: 中国移动 DICT 收入 (亿元) 情况	15
图 31: 中国联通产业互联网收入 (亿元) 情况	15
图 32: 中国电信产业数字化收入 (亿元) 情况	16
图 33: 三大运营商资本开支 (亿元) 和通信指数涨幅 (%) 对比	18
表 1: 三大运营商股息率 (%)	16
表 2: 央企经营业绩考核指标	21
表 3: 三大运营商 A 股估值情况	24

1. 电信行业发展态势良好

运营商所处的电信行业发展态势良好，我国电信业务总量和收入均较快增长。2022 年电信业务收入完成 1.58 万亿元，同比增长 8.0%，保持自 2014 年来较高增长水平。全年电信业务总量完成 1.75 万亿元（按上年不变单价计算），同比增长 21.3%。2019 年 9 月三大运营商先后取消不限量套餐，电信业务单月收入开始稳步提升，增长原因主要包括业务量的持续增长、降费幅度减缓、政企业务逐步起量等。

图 1：国内电信业务收入（亿元）情况



资料来源：工信部，中原证券

1.1. 电信业务结构不断优化

电信业务结构不断优化。新兴业务为矛，传统业务为盾。新兴业务的增收作用不断增强，表现为业务收入同比增长 32.4%，带动电信业务收入增长 5.1%。固定互联网宽带接入、移动数据流量、语音（固定+移动）、短信为主的传统业务继续发挥基石作用，收入同比增长 1.7%，在电信业务收入中占 66.8%，拉动电信业务收入增长 1.2%。

1.1.1. 新兴业务为矛

新兴业务收入快速增长。包括云计算、大数据、物联网、数据中心等业务在内的新兴数字化服务高速发展，2022 年共实现新兴业务收入 3072 亿元，同比增长 32.4%，在电信业务收入中占比 19.4%（同比增长 3.3%），促进电信业务收入增长 5.1%，对电信业务收入增长贡献率达 64.2%。其中，云计算、大数据、物联网、数据中心业务同比增长 118.2%、58.0%、24.7%、11.5%。

图 2：新兴业务收入（亿元）情况



资料来源：工信部，中原证券

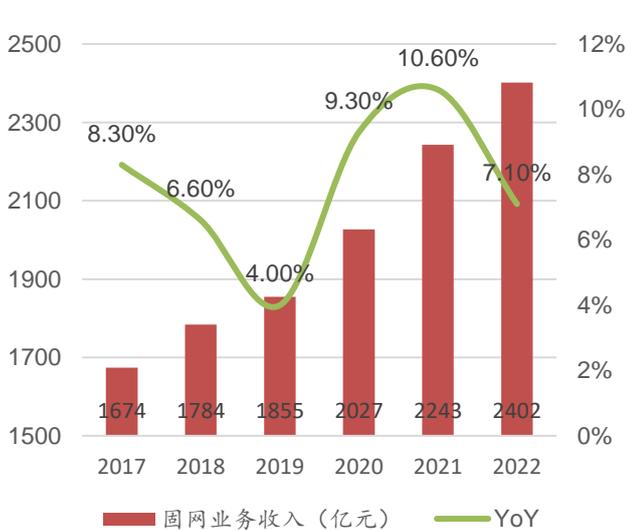
1.1.2. 传统业务为盾

传统业务继续发挥基石作用。固网业务增速平稳。2022 年完成固定互联网宽带接入业务收入 2402 亿元，同比增长 7.1%，在电信业务收入中占比 15.2%（同比下降 0.1%），拉动电信业务收入增长 1.1%。

移动业务增速缓慢。2022 年完成移动数据流量业务收入 6397 亿元，同比增长 0.3%，在电信业务收入中占比 40.5%（同比下降 2.9%），拉动电信业务收入增长 0.1%。

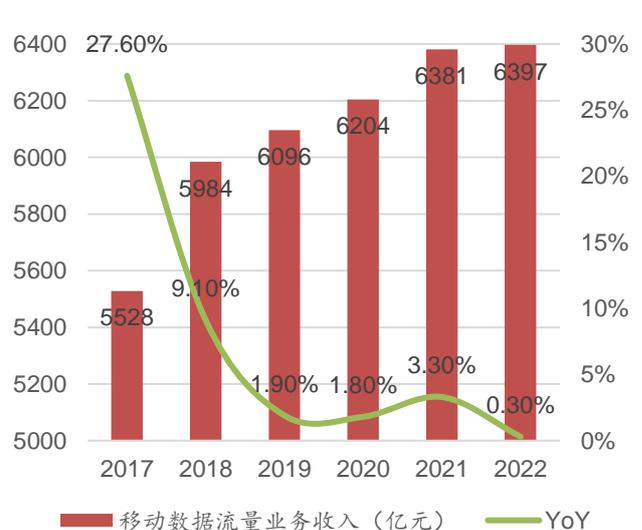
语音业务收入占比呈持续下降趋势。2022 年完成语音业务收入 1364 亿元，其中固定语音业务收入 201 亿元，同比下降 9.5%，移动语音业务收入 1163 亿元，同比增长 0.8%，扭转了 2021 年的负增长情况。两项业务合计占电信业务收入的 8.6%，同比下降 0.8%。语音通话属于 2G 和 3G 网络时代传统业务，受社交 APP（微信）冲击，业务收入持续萎缩。

图 3：固网业务收入（亿元）情况



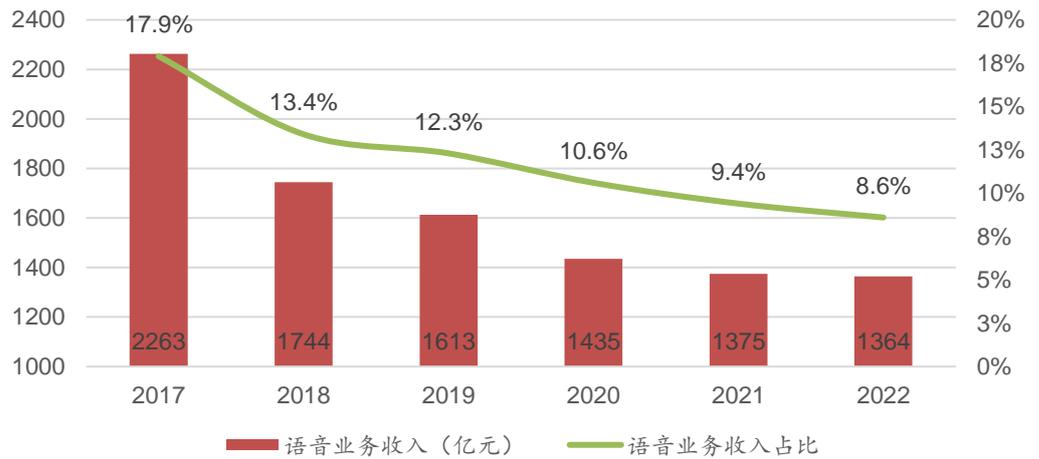
资料来源：工信部，中原证券

图 4：移动业务收入（亿元）情况



资料来源：工信部，中原证券

图 5: 语音业务收入 (亿元) 情况



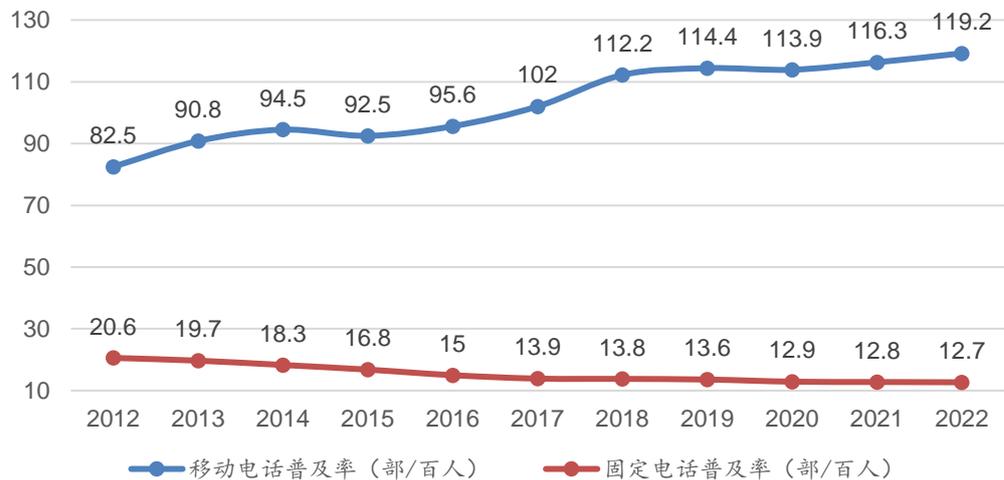
资料来源: 工信部, 中原证券

1.2. 用户规模持续扩大

1.2.1. 电话用户总规模保持增长

2022 年我国电话用户总数达 18.63 亿户, 同比增长 3933 万户。其中, 移动电话用户总数 16.83 亿户, 同比增加 4062 万户, 普及率为 119.2 部/百人, 同比增长 2.9 部/百人。固定电话用户总数 1.79 亿户, 同比下降 128.6 万户, 普及率为 12.7 部/百人, 同比减少 0.1 部/百人。

图 6: 移动电话和固定电话普及情况

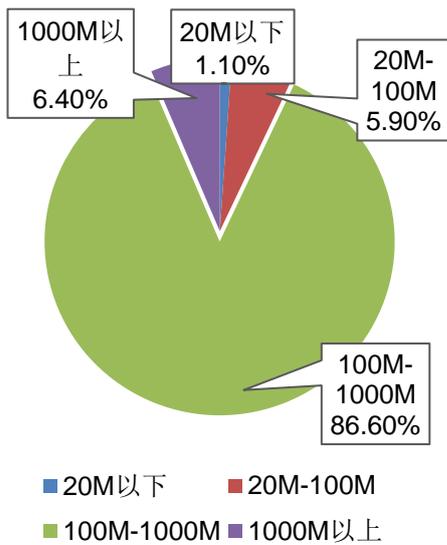


资料来源: 工信部, 中原证券

1.2.2. 宽带业务用户稳步增长

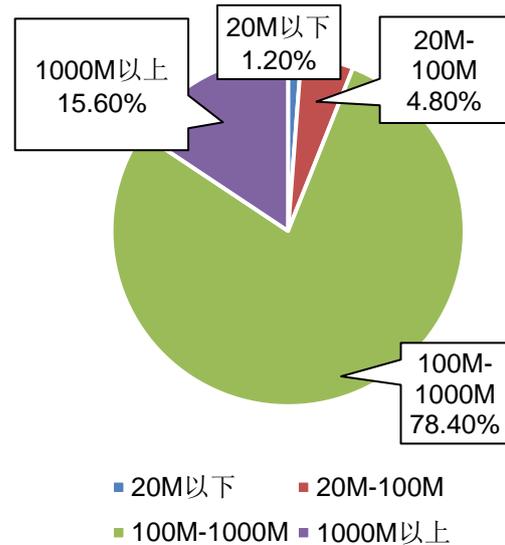
2022 年三大电信运营商的固定互联网宽带接入用户总数为 5.9 亿户, 同比增加 5386 万户。其中, 100M 及以上接入速率的用户为 5.54 亿户, 同比增加 5513 万户, 占总用户数的 93.9% (同比提高 1.0%); 1000M 及以上接入速率的用户为 9175 万户, 同比增加 5716 万户, 占总用户数的 15.6% (同比提高 9.2%)。

图 7：2021 年宽带各接入速率用户占比



资料来源：工信部，中原证券

图 8：2022 年宽带各接入速率用户占比

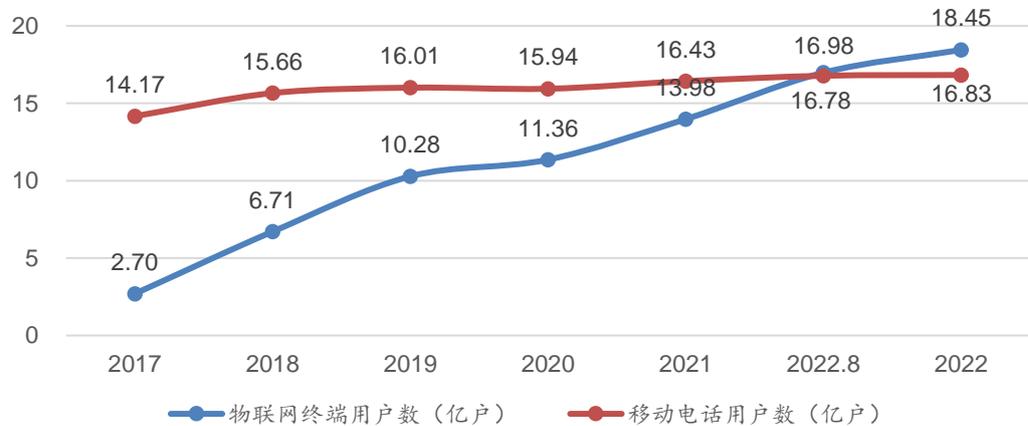


资料来源：工信部，中原证券

1.2.3. 物联网用户数量首次超过移动电话用户数量

2022 年 8 月，物联网用户数量首次超过移动电话用户数量。2022 年三大运营商拥有蜂窝物联网终端用户 18.5 亿户，同比增长 32.0%，超过移动电话用户数 1.61 亿户，物联网用户数占移动网终端连接数（包括物联网终端用户和移动电话用户）的比重达 52.3%。

图 9：物联网和移动电话用户数对比



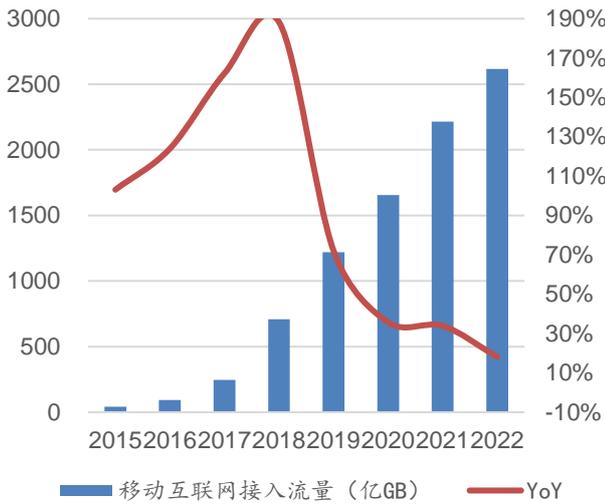
资料来源：工信部，中原证券

1.3. 电信业务量维持增长

1.3.1. 移动互联网流量维持两位数增长，DOU 稳步提升

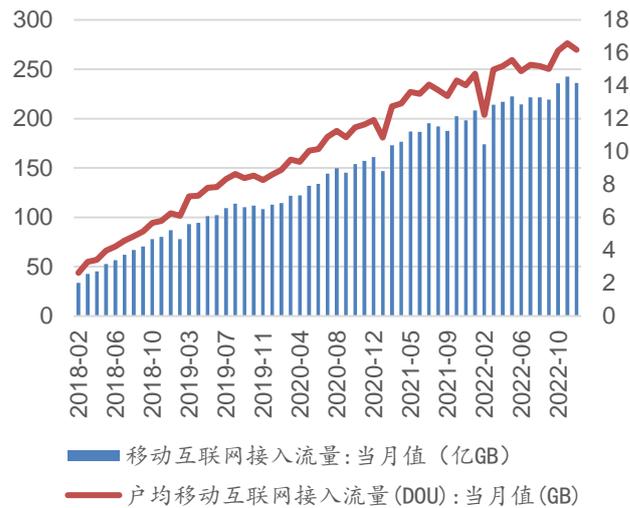
2022 年移动互联网流量为 2618 亿 G，同比增长 18.1%，但增速自 2018 年高点以来持续放缓。2022 年移动互联网月接入流量稳步提升，12 月移动互联网流量 236 亿 G，同比增长 13.4%；当月 DOU 为 16.2GB/户，同比增长 9.9%。

图 10: 移动互联网接入流量及增速情况



资料来源: 工信部, 中原证券

图 11: 移动互联网当月接入流量及当月 DOU 情况

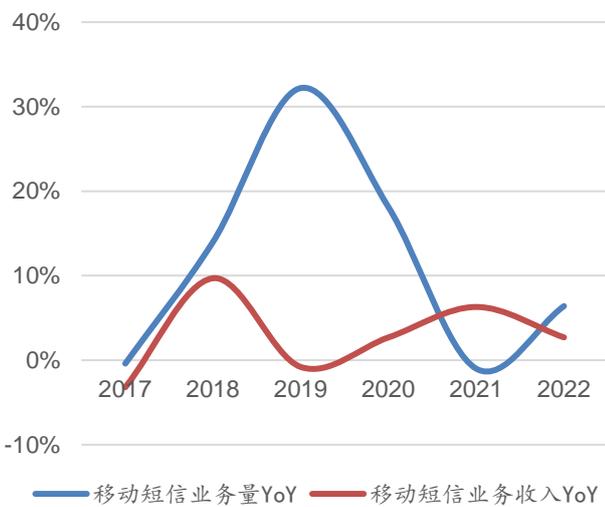


资料来源: Wind, 中原证券

1.3.2. 移动短信业务量和语音业务量增速放缓

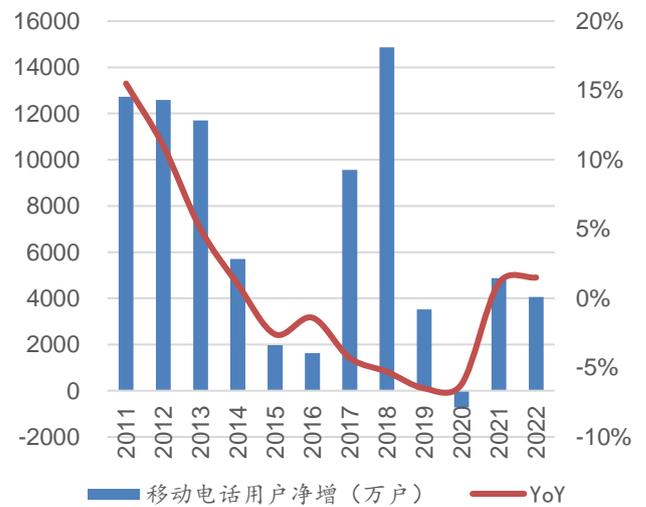
2022 年我国移动短信业务量同比增长 6.4%，移动短信业务收入同比增长 2.7%。我国移动电话用户净增 4061.33 万户，移动电话通话时长 2.3 万亿分钟，同比增长 1.5%。

图 12: 移动短信业务量和收入情况



资料来源: 工信部, 中原证券

图 13: 移动电话用户情况



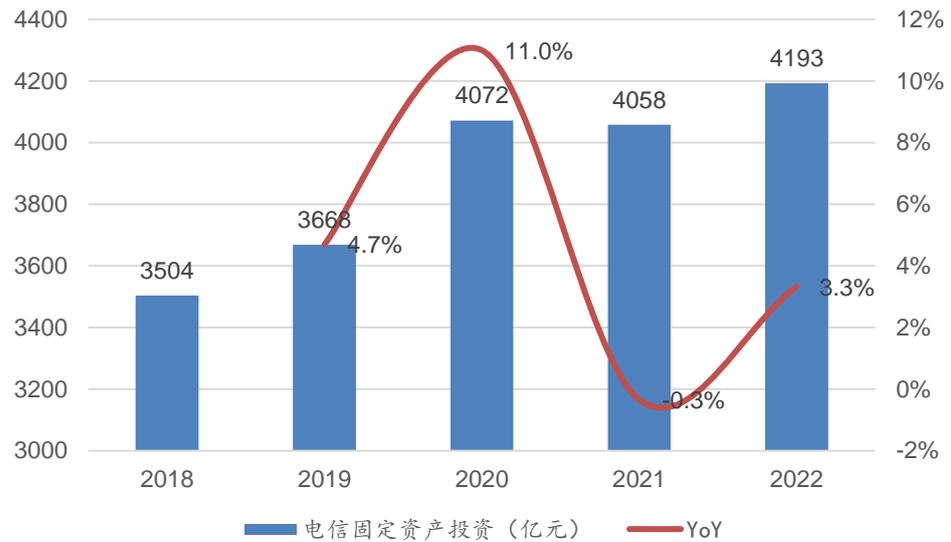
资料来源: 工信部, 中原证券

1.4. 网络基建逐步推进

1.4.1. 固定资产投资平稳增长, 5G 投资增速小幅下降

2022 年三大运营商和中国铁塔股份有限公司共实现电信固定资产投资 4193 亿元，同比增长 3.3%。其中，5G 投资额达 1803 亿元，占全部投资的 43%，同比降低 2.5%。

图 14: 电信固定资产投资情况

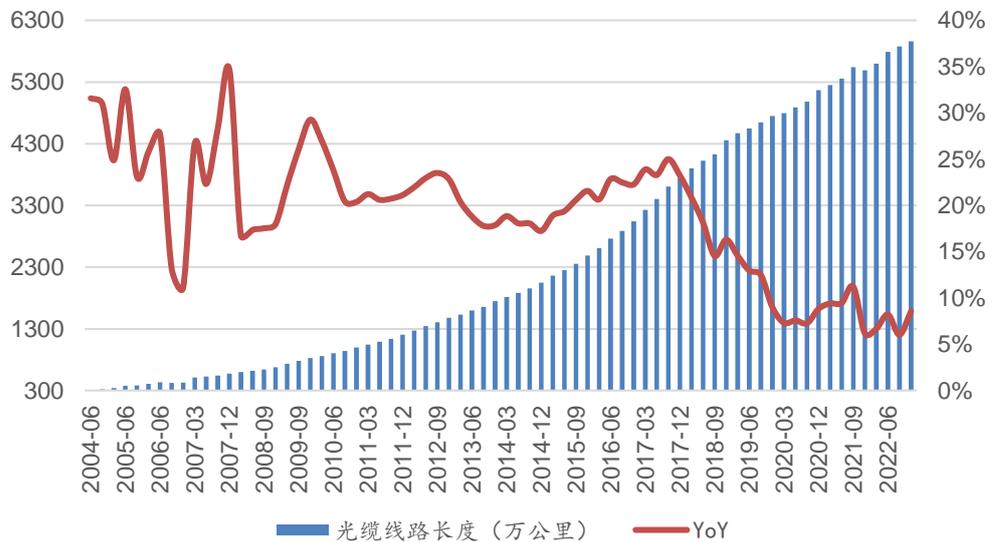


资料来源：工信部，中原证券

1.4.2. 网络基建优化升级，全光网络建设稳步推进

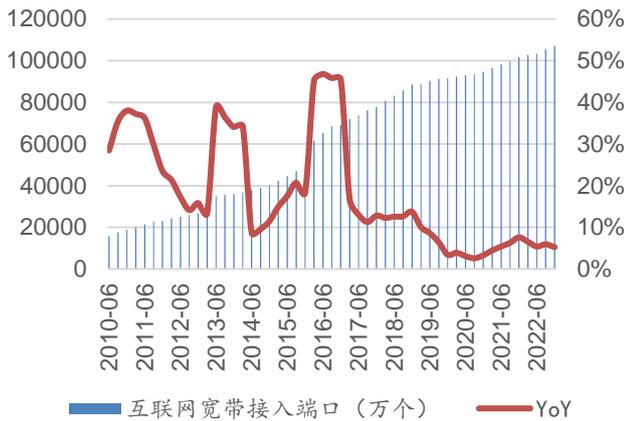
2022 年我国光缆线路长度达 5958 万公里，新建光缆线路长度 469.9 万公里，同比增长 8.6%；互联网宽带接入端口数达 10.7 亿个，新增 5315 万个，同比增长 5.2%。其中，光纤接入 (FTTH/O) 端口达到 10.3 亿个，新增 6534 万个，同比增长 6.8%。

图 15: 光缆线路发展情况



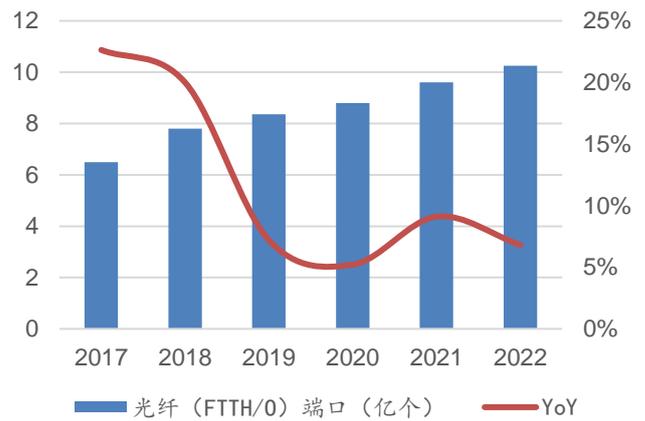
资料来源：Wind，中原证券

图 16: 互联网宽带接入端口情况



资料来源: Wind, 中原证券

图 17: 光纤 (FTTH/O) 端口发展情况

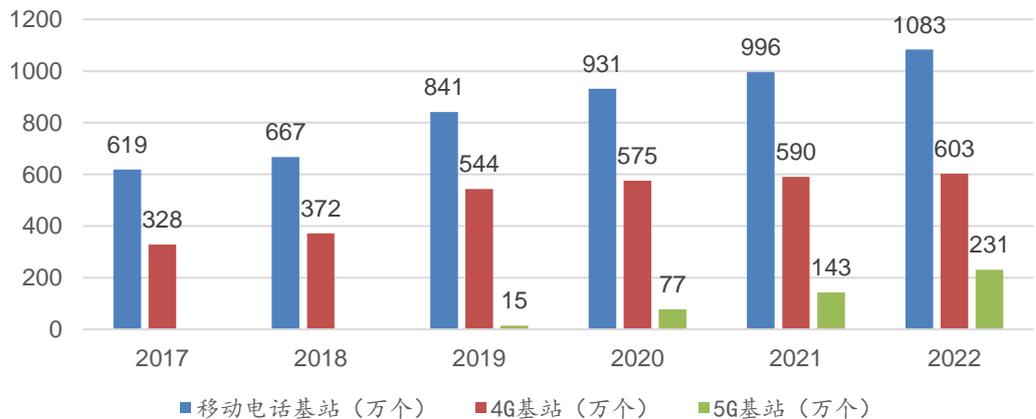


资料来源: 工信部, 中原证券

1.4.3. 5G 网络建设继续推进, 网络覆盖能力不断增强

2022 年我国移动通信基站总数为 1083 万个, 新增 87 万个, 同比增长 8.7%。其中 5G 基站达 231.2 万个, 新建 5G 基站 88.7 万个, 同比增长 61.5%。5G 基站占移动基站总数的 21.3%, 同比提高 7.0%。

图 18: 移动电话基站发展情况



资料来源: 工信部, 中原证券

1.4.4. IDC 布局与数据处理能力不断强化, 机架数量持续增长

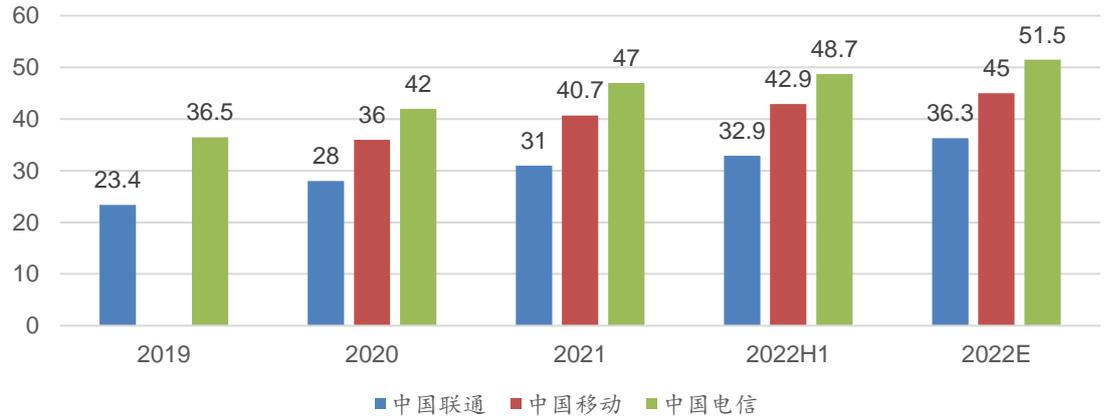
运营商作为数据信息交换、计算、储存的关键载体, 近年来持续加大 IDC 投入。同时, 运营商加强自身算力建设力度, 2022 年自用 IDC 机架数同比新增 16 万个。2022 年中国联通对外可用机架 36.3 万个, 同比增长 17.1%。预计 2022 年中国电信、中国移动对外可用 IDC 机架分别为 51.5、45 万个, 同比增长分别为 9.57%、10.57%。运营商对外提供的公共基础算力规模达 18E¹Flops²。三大运营商致力于提高网络、连接、算力、数据、安全等一体化综

¹ 千兆兆

² 每秒浮点运算次数

合服务能力，为新型数字化服务的奠定基础。

图 19：三大运营商对外可用 IDC 机架（万个）情况



资料来源：中国联通，中国移动，中国电信，中原证券

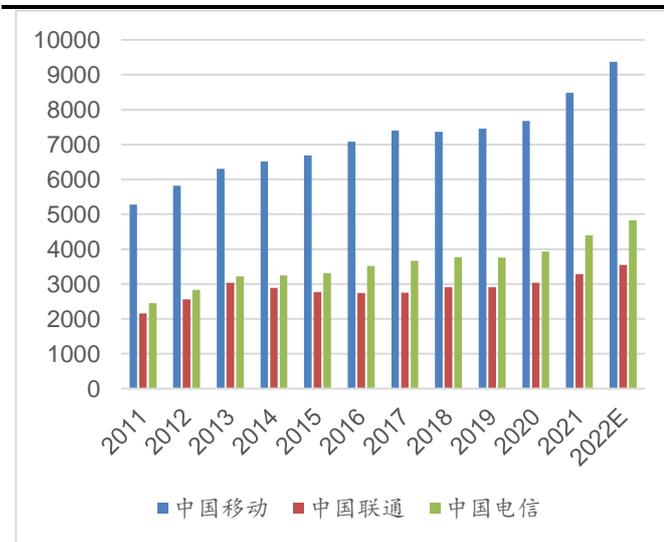
2. 电信运营商经营向好

2.1. 运营商经营稳健，营收增速拐点已于 2020 年出现

2022 年中国联通实现营收 3549 亿元，同比增长 8.3%，营收增速创近 9 年新高。2022Q1-Q3，三大运营商营收合计 13484 亿元，同比增长 10.3%。其中，中国移动实现营收 7235 亿元，同比增长 11.5%；中国联通实现营收 2640 亿元，同比增长 8.0%；中国电信实现营收 3610 亿元，同比增长 9.6%。

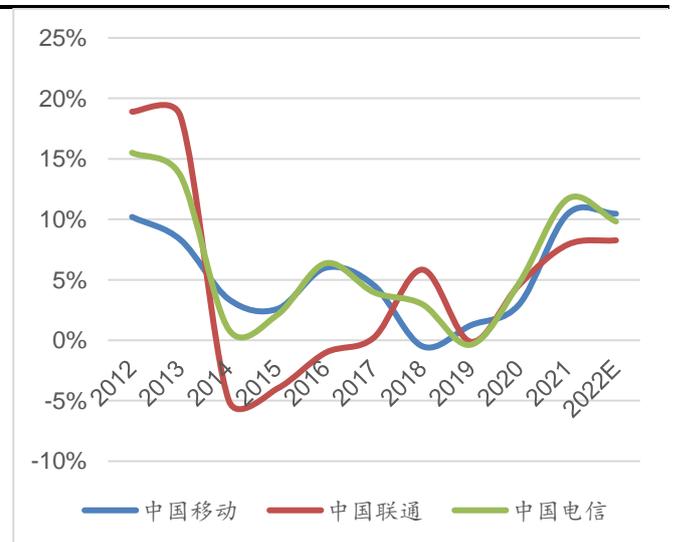
由于 4G 网络带来的增量的用户数在 2018 年到高点，而 5G 网络当时尚未普及，三大运营商营收增长低点均于 2019 年出现。随着 2019 年下半年 5G 增量市场的打开，运营商营收增速均实现了企稳提升。三大运营商均已于 2020 年恢复营收增速正增长。

图 20：三大运营商营收（亿元）情况



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

图 21：三大运营商营收增速（%）



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

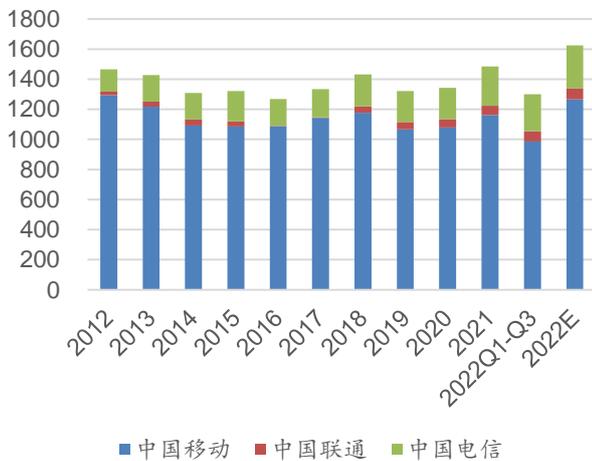
2.2. 运营商盈利状况改善，净利润增速拐点已于 2021 年出现

2022 年中国联通实现利润 204 亿元，归母净利润 73 亿元，同比增长 15.8%，扣除非经营性损益后，净利润规模创公司上市以来新高³。2022Q1-Q3，三大运营商归母净利润合计 1299 亿元，同比增长 12.0%。其中，中国移动实现净利润 985 亿元，同比增长 13.3%；中国联通 68 亿元，同比增长 20.4%；中国电信 245 亿元，同比增长 12.0%。

运营商净利润增长受收入端和成本端两方面因素影响。收入端受通信周期制约，4G 周期尾声导致无线上网流量增长见天花板，因此 2018-2019 年收入增长放缓，随着 5G 周期开启，2020 年营收增速转正，拐点出现。成本端受折旧摊销费用和经营维护成本的刚性支出影响。本轮 5G 资本支出周期高点或在 2022 年左右出现，未来 5G 资本开支的下降会降低其产生的折旧摊销费用，运营商存在利润修复的预期。

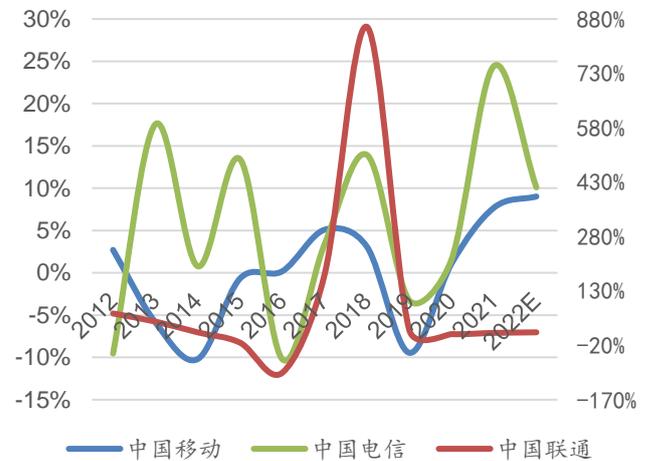
此外，**5G 周期运营商推行共享基站政策**，节省资本开支，提升资本开支利用率，同时降低折旧摊销费用，有助于增加利润空间。5G 建设由四家运营商合建两张网。中国移动与中国广电共建共享 700MHz 5G 网络，中国联通与中国电信共建共享 5G 和 4G 基站。2022 年，中国联通与中国电信的 5G 共享基站已达百万，占全球 5G 基站总规模的 30%。4G 共享基站达 110 万站。通过 5G/4G 共建共享，累计节省投资超 2700 亿元，节约运营成本每年超过 300 亿元，减少碳排放每年超 1000 万吨。

图 22：三大运营商净利润（亿元）情况



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

图 23：三大运营商净利润增速（%）



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券
(注：中国联通为次坐标轴)

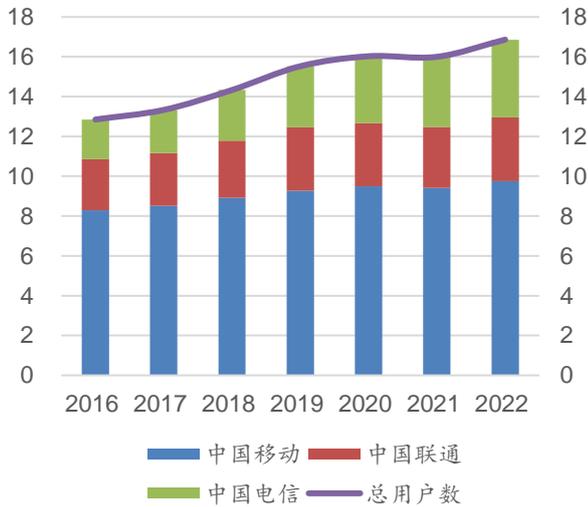
2.3. 移动用户数数正增长，移动用户市场竞争格局趋于稳定

移动用户市场竞争格局自 2019 年以来逐渐稳定，用户转移成本变高，运营商已形成用户规模壁垒，进入存量博弈时代。2022 年 12 月，三大运营商移动用户数合计 16.86 亿户，同比增长 5.4%。其中，中国移动、中国联通、中国电信分别新增用户 0.34 亿户、0.14 亿户、0.38 亿户。2022 年 12 月，三大运营商 5G 用户数达 10.95 亿，总体 5G 套餐渗透率为

³ 中国联通 2018 年净利润增速达 858.28% 主要是因为混合所有制改革引入资金，大幅降低其财务费用。

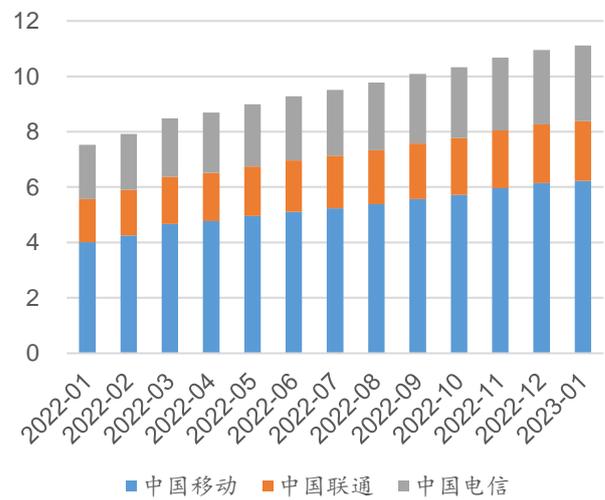
65.0%。其中，中国移动 6.14 亿户，渗透率 63.0%；中国联通 2.13 亿户，渗透率 66.5%；中国电信 2.68 亿户，渗透率 68.5%。5G 渗透率提升主要来自存量客户转化，中国移动凭借用户基数优势在移动用户市场占据绝对优势，5G 用户渗透率小幅低于其他两家运营商，仍具提升空间。

图 24：三大运营商移动用户数（亿户）



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券
(注：总用户数为次坐标轴)

图 25：三大运营商 5G 用户数（亿户）

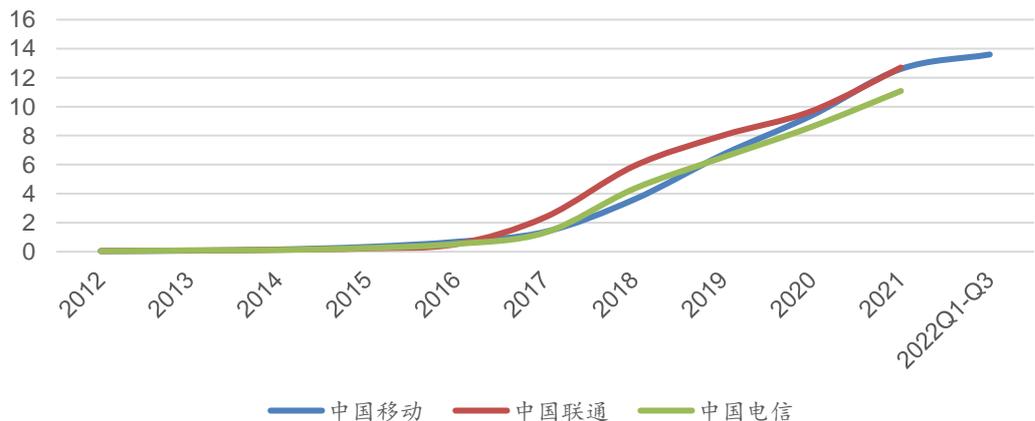


资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

2.4. DOU 持续增长，ARPU 稳步回升

三大运营商近 10 年 DOU 保持增长。2022Q1-Q3，中国移动 DOU 达 13.6GB/户/月，同比增长 10.6%；2021 年，中国移动、中国联通、中国电信 DOU 分别达 12.6 (+34.0%)、12.70 (+30.9%)、11.08 (+28.5%) GB/户/月。

图 26：三大运营商 DOU (GB/户/月) 情况

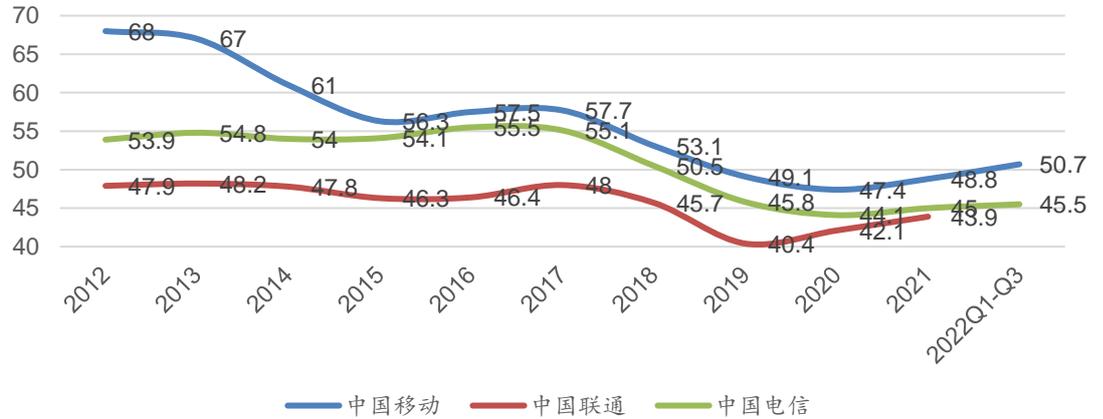


资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

2022Q1-Q3，中国移动 ARPU 达 50.7 元/户/月，同比增长 1.2%；中国电信 ARPU 达 45.5 元/户/月，同比增长 0.2%。自 2015 年提速降费提出后，虽然用户流量使用量增加，但流量单价降低，导致运营商移动 ARPU 持续下降，直到 2020 年见底，2021 年开始企稳回升。

伴随 5G 渗透率提高，流量使用量增加，ARPU 有继续改善预期。

图 27：三大运营商移动 ARPU（元/户/月）

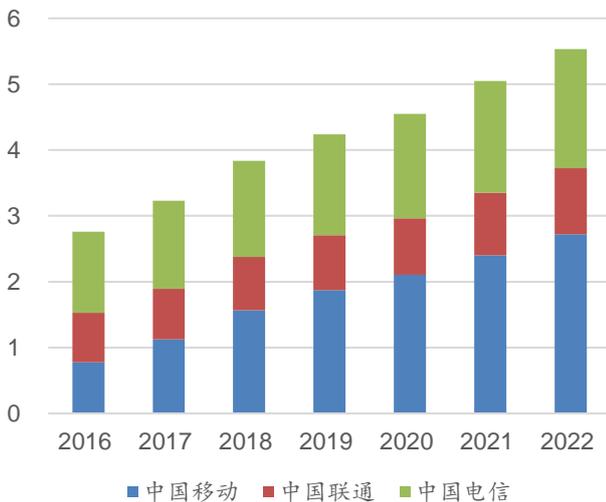


资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

2.5. 宽带业务保持温和增长

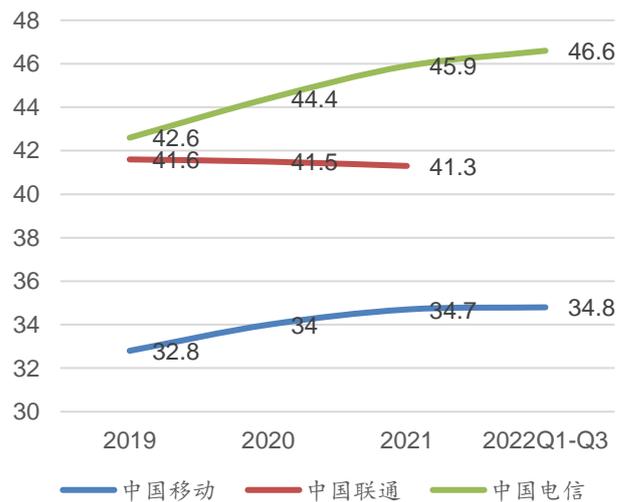
2022 年中国移动、中国联通、中国电信固定互联网宽带接入用户分别为 2.7、1.0、1.8 亿户，同比增长 13.3%、5.3%、6.5%。运营商提供的家庭宽带业务不仅包含传统的上网宽带，也包括全屋智能和高清视频监控等智慧家庭服务，助力宽带业务收入较快增长。宽带综合 ARPU 逐渐提高。2021 年，中国移动、中国联通、中国电信宽带 ARPU 分别较 2020 年 +0.7、-0.2、+1.5 元/户/月。2022Q1-Q3，中国移动宽带 ARPU 为 34.8 元/户/月，中国电信宽带 ARPU 为 46.6 元/户/月。

图 28：三大运营商宽带用户数（亿户）



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

图 29：三大运营商宽带 ARPU（元/户/月）



资料来源：中国移动，中国联通，中国电信，中原证券

2.6. 产业数字化发力，云计算业务高速增长

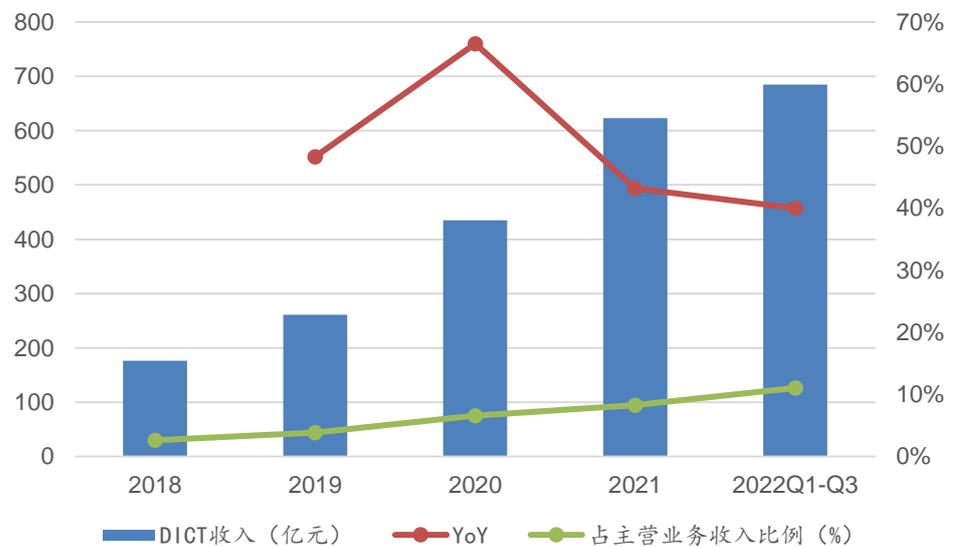
2022Q1-Q3，中国移动 DICT⁴ 685 亿元，同比增长 40%，占主营业务收入比为

⁴ DICT 指 IDC、ICT、移动云及其他政企应用及信息服务。

11.05%；中国联通产业互联网收入达 531.5 亿元，同比增长 29.90%，占主营业务收入比为 22.20%；中国电信产业数字化收入达 856.32 亿元，同比增长 16.50%，占主营业务收入比为 26.06%。

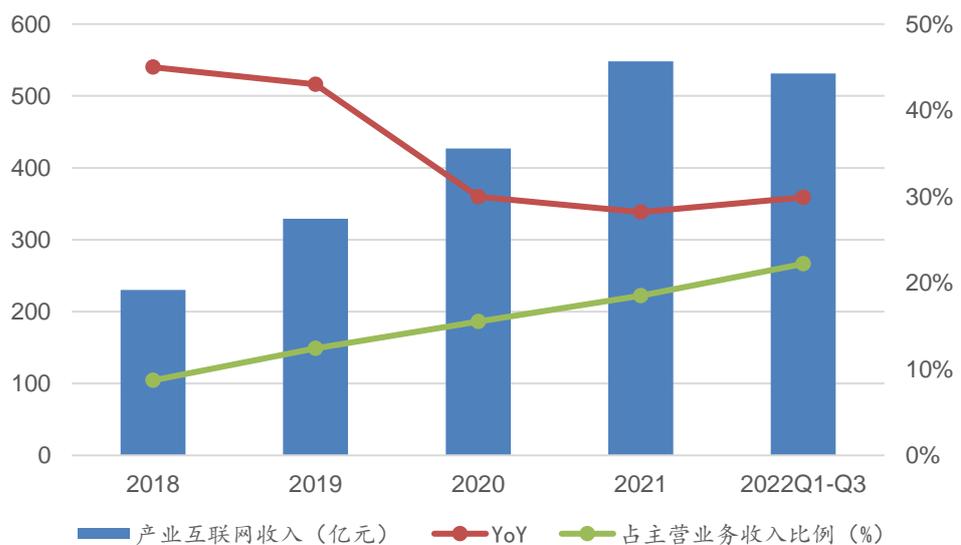
2022 年，中国联通产业互联网收入占主营业务收入比首次突破 20%，创新业务收入占比达到历史新高。创新转型成果显著。联通云继续翻倍增长，2022 年实现收入 361 亿元，同比增速达 121%；2022Q1-Q3，天翼云收入继续保持翻番增长，CloudOS 仍是未来重要的发展方向；2022H1，移动云收入高速增长，达到 234 亿元，同比增长 103.6%，央企国企上云项目超 1100 个，移动云向业界第一阵营加速前进。

图 30：中国移动 DICT 收入（亿元）情况



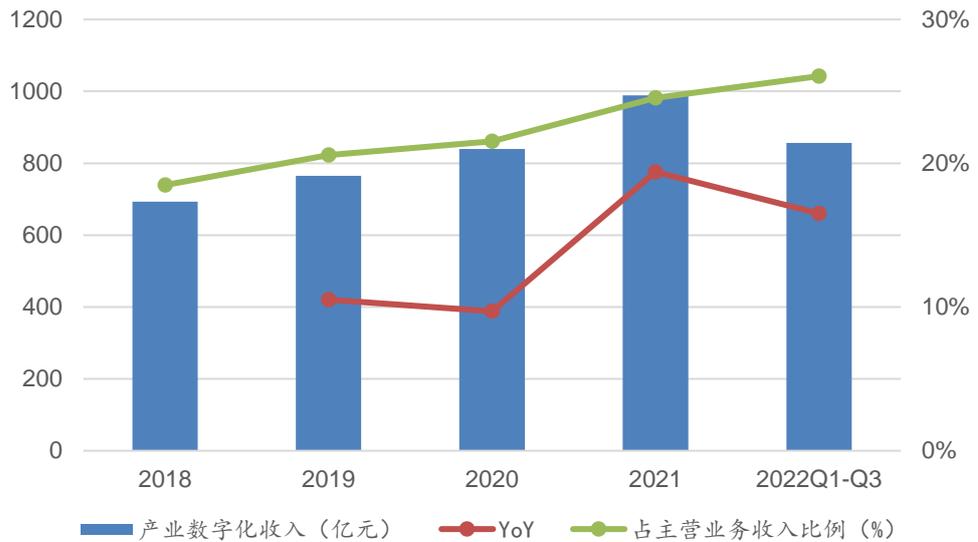
资料来源：中国移动，中原证券

图 31：中国联通产业互联网收入（亿元）情况



资料来源：中国联通，中原证券

图 32：中国电信产业数字化收入（亿元）情况



资料来源：中国电信，中原证券

2.7. 电信运营商重视股东回报，股息率较高

三大运营商重视股东回报，近 4 年股息率逐步提高。2023 年 3 月 8 日，中国移动 A 股、H 股股息率分别为 4.50%、7.47%；中国联通 A 股、H 股股息率分别为 1.66%、4.87%；中国电信 A 股、H 股股息率分别为 4.50%、7.92%。

中国移动 2023 年计划以现金方式分配利润提升至当年公司股东应占利润 70% 以上；中国联通 2022 年合计分红金额占归属于上市公司普通股股东的净利润的比率为 76.2%；中国电信表示 A 股发行上市（2021 年）后三年以内，每年现金分红逐步提升至当年归母净利润的 70% 以上。

表 1：三大运营商股息率 (%)

证券代码	证券名称	2019	2020	2021	2022	2023/3/8
600941.SH	中国移动				5.89	4.50
0941.HK	中国移动	4.45	7.36	7.24	8.95	7.47
600050.SH	中国联通	0.91	1.35	2.90	2.25	1.66
0762.HK	中国联通	2.12	3.64	8.78	6.29	4.87
601728.SH	中国电信				6.92	4.50
0728.HK	中国电信	3.89	5.81	4.81	10.97	7.92

资料来源：Wind，中原证券

（注：股息率为近 12 个月）

3. 运营商的职能、电信服务属性、网络周期建设和资本开支情况

3.1. 电信运营商的产业计划职能

电信运营商在我国具备产业计划职能。运营商通过资本开支和对产业链各环节的定价权，组织协调通信基建各大环节，比如：基站、服务器、交换机、光纤、光模块等，进行下一代技术攻关和量产，保证每一代通信网络建设的效率和时效性。电信运营商资本开支以直接或间接形式为通信全行业的发展提供资金。

3.2. 电信运营服务的准公共产品属性

电信运营服务具备准公共产品属性。准公共产品是介于纯公共物品和私人物品之间，在消费过程中具有不充分的非竞争性或不充分的非排他性的公共产品。准公共产品在消费方面表现出较大程度的溢出效应，它具备两个特点：一是消费中具有竞争性（或争夺性、对抗性、相克性），竞争性是指一种产品或服务被一个人消费后减少了他人消费的特性；二是消费中的排他性（或排斥性），排他性是指一种产品或服务具备可阻止他人使用该产品或服务的特性。

电信服务具有非排他性。因为对于处于同一区域的用户来说，用户 A 在使用电话或网络服务时并不会排斥用户 B。用户 A 在接受电信服务时并不排斥用户 B 的使用，也不排斥用户 B 获得利益。然而，电信服务具有不充分的非竞争性。因为在同一区域内，随着用户人数增加，运营商需要提供的设备、人力、维修维护等资源会增多，那么成本会进一步增加，由此导致在条件有限的前提下，接受电信服务的人数时有限的，即只有一部分人享受电信运营服务，它在非竞争性上表现不充分。比如在大型集会活动现场，由于基站信道数量固定，无法保证每人使用一条信道，那么会导致部分用户无法使用网络服务的现象。电信运营服务具有非排他性和不充分的非竞争性，所以它属于准公共产品。

准公共产品的基本问题涉及它的有效供给，供给模式和定价。科技进步带来新技术和有效供给，创造了需求，运营商根据个人业务、家庭业务、政企业务和新业务的多样需求，提供不同的供给模式和定价水平。2012年-2014年三大运营商流量单价大约在 100-250 元/G，高昂的定价抑制了流量使用量。2015年党中央国务院提出提速降费，运营商承担重要社会责任，响应相关要求，用户资费开始明显下降。2017年三大运营商分别推出不限量套餐，资费大幅下降；2019年由于经营压力，三大运营商陆续取消不限量套餐，降费幅度趋缓。2022年，中小微企业宽带和专线平均资费同比下降超 10%，运营商面向脱贫户、老年人、残疾人等特殊群体实施精准降费。

提速降费政策具备深远的社会意义，虽然监管层通过提速降费等政策压缩了运营商的利润空间，但它大幅降低了我国消费互联网领域企业的运营成本以及消费者的使用成本，利于互联网创业者推出创新型商业模式，并降低社会生活生产总成本，推动企业数字化发展。

3.3. 3G 到 5G 快速迭代

20 世纪 90 年代 2G 的出现和 21 世纪初 3G 的产生，带动移动用户数量和流量使用量快速增长。2009 年 1 月 7 日，工信部正式向三大运营商发放 3G 牌照，这标志着中国迈入 3G 时代。进入 3G 时代后，电信运营商通过降低资费和提高推广，为互联网行业的高速发展奠定了基础，与此同时拉动了居民在信息服务业的消费。

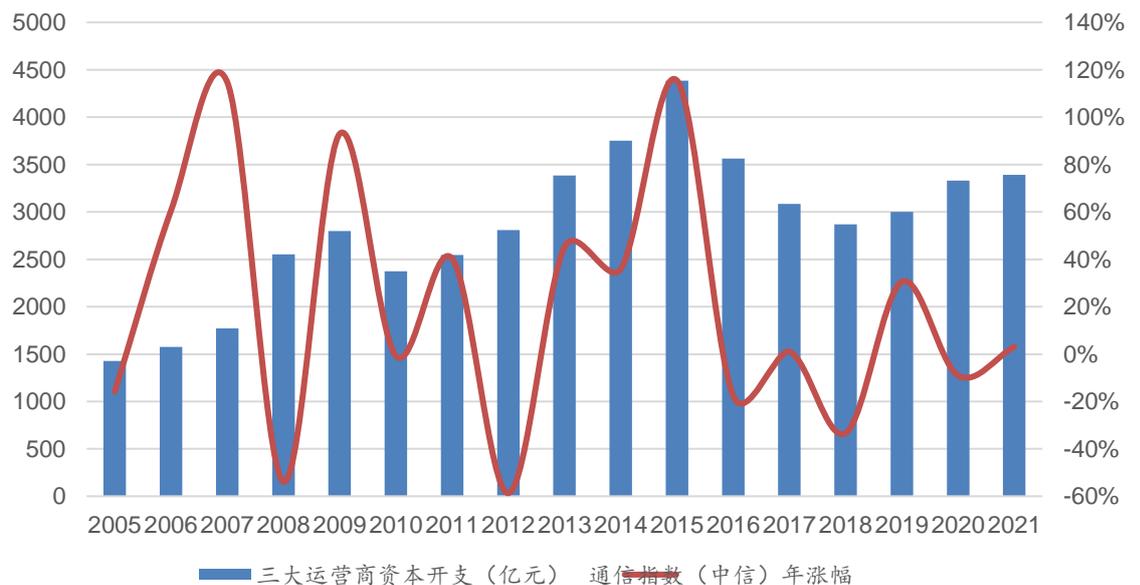
2013 年 12 月 4 日，工信部为三大运营商发布 4G 牌照，中国移动、中国电信和中国联通均获得 TD-LTE 牌照。由于运营商通常会提前一年启动基站建设，自 2012 年起，运营商资本开支连续 4 年同比增长超 10%，随后下行。

2019 年 6 月 6 日，工信部向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电发放 5G 商用牌照，中国正式进入 5G 商用元年。与 4G 时代不同的是，运营商从 2019 年才开始小规模进行建设，2020 年为规模建设元年，运营商资本开支同比增速 11%，而 2021 年后增速回落至个位数，运营商资本开支或表现为温和增长趋势。由于资本支出的刚性和收入增长的周期性，运营商在资本支出高点之后，近两年有利润修复的预期。

3.4. 运营商资本开支周期是通信行业景气度先行指标

数据显示电信运营商资本开支周期是历史上通信行业景气度的先行指标。3G 和 4G 牌照的发放都带来运营商资本开支的大幅提高，电信运营商资本开支以直接或间接形式为通信全行业的发展提供资金，产业链上中下游企业获得收入、研发、激励的资金来源，资本开支的提高带来行业景气度提升，某种程度上表现为通信行业指数的上行。2009 年 3G 牌照发放，同年通信行业指数上涨 93.0%；2013 年 4G 牌照发放，2013 年、2014 年、2015 年通信行业指数分别上涨 45.3%、35.9%、115.5%；2019 年 5G 牌照发放，同年通信行业指数上涨 30.5%。

图 33：三大运营商资本开支（亿元）和通信指数涨幅（%）对比



资料来源：Wind，中原证券

通信行业产业链竞争相对充分，不同环节投资比例差异较大，产业链上难以出现技术革新的持续受益者，因此不利于行业巨头公司的形成。3G 和 4G 时代为了追赶国外网络建设水平，我国网络技术生命周期比较短暂，短期技术切换加剧电信运营商资本开支摊销的波动，使得行业创新承受较大压力，**通信行业体现出显著的周期性。**

此外，国内 5G 建设投入高峰期为 2020 年-2022 年，2023 年之后或开始回落。电信运营商资本开支增速放缓，可能进入下行区间，行业景气度或存在风险。5G 后周期的需求增量来源是市场关注的重点之一。**如何将实体经济和 5G 相结合并创造新的产业需求是通信行业未来面临的问题**，人工智能技术的飞速发展若能带来相应爆款应用则有望解决该问题。

4. 运营商身处数字经济和国企改革的交汇点

4.1. 数字经济政策回顾和解读

2021 年 12 月，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》，提出到 2025 年，数字经济核心产业增加值占国内生产总值比重达到 10%，数据要素市场体系初步建立，产业数字化转型迈上新台阶，数字产业化水平显著提升，数字化公共服务更加普惠均等，数字经济治理体系更加完善。

2022 年 12 月，中央经济工作会议强调要**大力发展数字经济**，最近四年中央经济会议均提到“数字经济”相关内容。2019 年和 2020 年两届会议明确“要大力发展数字经济”，2021 年会议提到“加快数字化改造，促进传统产业升级”，2022 年会议重提“要大力发展数字经济”，数字经济的重视程度不断提高，已成为产业政策重点。

2022 年 12 月，国务院发布《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》，明确指出**数据作为新型生产要素，是数字化、网络化、智能化的基础**。数据基础制度建设事关国家发展和安全大局。加快构建数据基础制度，充分发挥我国**海量数据规模和丰富应用场景优势**，激活数据要素潜能，做强做优做大数字经济，增强经济发展新动能，构筑国家竞争新优势。

2023 年 2 月，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》（以下简称《规划》），《规划》提出数字中国建设按照“2522”的**整体框架**进行布局，即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。

《规划》明确要夯实数字中国建设基础。一是**打通数字基础设施大动脉**。加快 5G 网络与千兆光网协同建设，深入推进 IPv6 规模部署和应用，**推进物联网全面发展**，大力推进北斗规模应用。系统优化**算力基础设施布局**，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用**数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心**等合理梯次布局。整体提升应用基础设

施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。二是**畅通数据资源大循环**。构建国家数据管理体制机制，健全各级数据统筹管理机构。推动公共数据汇聚利用，建设公共卫生、科技、教育等重要领域国家数据资源库。释放商业数据价值潜能，加快建立**数据产权制度**，开展**数据资产计价研究**，建立**数据要素按价值贡献参与分配机制**。

《规划》作为数字中国顶层设计，将促进数字经济大力发展，数字技术未来在 TMT 行业加速落地，数字经济与实体经济深度融合，助推我国实现产业智能化、高端化、绿色化发展。电信运营商拥有海量 C 端数据和大量 B 端数据，将成为未来发挥数据要素作用的枢纽。运营**商或充分受益于数字经济的发展和数据要素资产重要性的提升**。

4.2. 运营商在数字经济中具备得天独厚的优势

4.2.1. 运营商的业务转型

运营商早期发展受益于 C 端市场。20 世纪 90 年代 2G 的出现和 21 世纪初 3G 的产生，促进了移动用户数量和流量消耗量快速增长，建设经营网络基建的运营商享受到了来自 C 端市场的第一波网络红利。近年来，**拥有强大的渠道、完善的网络基础设施、高价值的数据资产和全方位的产业整合能力的运营商均将产业数字化业务视为第二成长曲线**，因为在充分享受 C 端市场红利后，运营商受益于 B 端市场的程度更高。

电信运营商在业务转型前扮演甲方角色，侧重 C 端市场时，凭借投资资源获得频谱优势和牌照壁垒，上游包含网络设备供应商（行业集中度较高，呈现寡头竞争的市场格局）、系统集成商（设备系统集成商和应用系统集成商），下游以个人用户为主，为用户提供标准化的营销服务和语音流量套餐等。**业务转型后，侧重发挥规模效应，多业务线条经营，以 B 端为增长力点**。

4.2.2. 规模效应助力运营商提升盈利水平

运营商通过近 20 年的经营和资本开支投入获得了巨大的用户基础、稳定的政企客户、广泛的全国网络覆盖和庞大的数据积累等。根据规模经济理论，**扩大生产规模会引起经济效益增加，是长期平均总成本具备随产量增加而减少的特性**。企业的成本包含固定成本和可变成本。在生产规模扩大后，可变成本同比例增加而固定成本不增加，单位产品成本下降，企业利润上升。基于已投入的固定成本，降低单位成本是运营商发展创新业务的盈利之道。运营商长期以来的资本开支带来了优质的资源积累，依托已具备稳定现金流的个人业务，**电信运营商开拓 B 端市场的运营策略是提升资源利用率，在业务规模扩张中用相对较低的边际成本获取利润，边际成本递减带来的规模效应有助于运营商通过已有积累资源提高盈利能力**。

4.3. 国企改革和中国特色的估值体系

建立具有中国特色的估值体系，引导央企价值回归，2022 年以来政府频繁出台重要政策。

2022 年 1 月 17 日，国务院国企改革领导小组办公室召开国企改革三年行动专题推进

会，会议强调，紧紧围绕**提高效率激发活力做深做实市场化机制**，更加精准强化科技创新激励，加大力度推进结构调整和瘦身健体，坚决防范化解重大风险，因企因地因业分类改革，全面深化专业化体系化法治化监管。

2022年5月27日，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，方案提出下列指导原则：坚持做优存量与做精增量结合，坚持价值创造与价值实现兼顾，坚持依法合规与改革创新并重。方案强调，推动上市平台布局优化和功能发挥；促进上市公司完善治理和规范运作；强化上市公司内生增长和创新发展；**增进上市公司市场认同和价值实现，引导上市公司价值合理回归，助力企业良性发展。**

2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛年会上表示，需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，**探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。**

2022年12月15日至16日，中央经济工作会议指出要**深化国资国企改革，提高国企核心竞争力**。会议提到“布局实施一批国家重大科技项目，完善新型举国体制，发挥好政府在关键核心技术攻关中的组织作用，突出企业科技创新主体地位”。

2023年1月5日，国资委召开央企负责人会议，进一步优化中央企业经营指标体系为“一利五率”。会议明确，2023年央企“一利五率”目标为“一增一稳四提升”，“一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

4.3.1. 一利五率考核指标解读

央企经营指标体系考核标准一直在动态调整，从2018年的“一利四率”到2020年的“两利三率”，2021年调整为“两利四率”，2023年最新升级的指标为“一利五率”。一利五率与之前的两利四率相比，**主要变化为**：1) 不再要求净利润增速高于国民经济增速，只保留利润总额增速高于GDP增速；2) **新增考核两项指标，要求净资产收益率和营业现金比率进一步提升**；3) 继续强化研发经费投入强度和全员劳动生产率这两项指标的提升，并保持资产负债率稳定。为适应我国经济发展模式的变化，对央企考核体系进行动态调整，考核指引强调重视现金流、研发和产出效率，降低对利润表和绝对资本投入的关注，有助于推动运营商高质量发展。新增指标①**净资产收益率**要求的是资产盈利能力的提升，这是明确的**市场化考核信号**；新增指标②**营业现金比率**要求的是收入质量的提升。**两项指标将来若改善，市场对国企的定价或向上。**

表 2：央企经营业绩考核指标

年份	指标	内容
2023	一利五率	利润总额增速要高于全国GDP增速，资产负债率总体保持稳定， 净资产收益率 、研发经费投入强度、全员劳动生产率、 营业现金比率 4个指标进一步提升。

2021	两利四率	净利润、利润总额增速要高于国民经济增速，营业收入利润率、研发投入强度、全员劳动生产率明显增长，资产负债率保持稳健可控。
2020	两利三率	净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入率。
2018	一利四率	国企效益、国有资本保值增值率、回报率、流动资产周转率和资产负债率四升一降。

资料来源：新华社，中原证券

2023年2月2日，证监会召开2023年系统工作会议，会议指出要**推动提升估值定价科学性有效性**。深刻把握我国的产业发展特征、体制机制特色、上市公司可持续发展能力等因素，推动各相关方加强研究和成果运用，**逐步完善适应不同类型企业的估值定价逻辑和具有中国特色的估值体系，更好发挥资本市场的资源配置功能。**

央企价值重估有利于**推动央企高质量发展，优化国有资本布局，促进资本市场资源配置功能的发挥**。在新型举国体制下，电信运营商处于数字经济和国企改革的交点，是数字经济向B端市场渗透的龙头，值得持续关注。

5. 运营商与人工智能

近期，ChatGPT和AIGC等人工智能技术热度居高不下，新技术刷新市场认知，运营商也在探索利用相关技术和**加强算力网络建设以满足未来巨大的算力需求**。

2023年2月18日，中国电信宣布已全面布局大模型技术研发并取得阶段性成果，积极关注产业版“ChatGPT”并已具备相关技术研发基础，初步具备文章续写、主题写作、同义句生成、多轮对话和长文本摘要等能力，旨在打造面向电信领域的产业版生成式技术的端到端产品化能力。借助现有的数据资源，结合AI的能力，针对企业客户生产运营的场景提供类似ChatGPT的智能化服务。

5.1. 运营商是算力网络建设先锋

一方面，ChatGPT大模型可作为工具用来改进信息通信服务能力；另一方面，ChatGPT等大模型的运行和服务离不开**算力和网络支撑**，运营商提供新型信息基础设施服务运营服务，随着人工智能技术的兴起，三大运营商将探索发展机会，**加强算网融合建设**。人工智能的发展对信息管道和算力网络的承载能力与体验要求提出了更大的挑战，也为产业链上下游企业带来了良机。

中国移动：构建泛在融合算力网络。落实国家“东数西算”工程部署，引领算力网络从概

念原型进入产业实践。深化“4+3+X”⁵数据中心布局，推进移动云“N+31+X”⁶建设，加强云网、云边、云数、云智融合发展；推进覆盖全国的云专网建设，加速中心、边缘、端侧算力的高效协同，实现“入网即入云”；丰富多样化算力资源，联合头部企业推进社会算力并网纳管，满足不同场景的算力需求。

中国联通：优化“5+4+31+X”⁷资源布局，聚焦京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、鲁豫陕重点区域，提升算力服务质量和利用效率，持续丰富云产品品类，服务多地数字政府政务云建设和央企数字化转型。

中国电信：围绕“东数西算”工程需求，加快新增枢纽能力建设，围绕全国一体化大数据中心布局，根据区域经济发展和自然资源条件，持续完善“2+4+31+X+O”⁸算力布局，通过构建云、边、端协同的层次化算力服务体系，打造融合创新的算力基础设施；围绕算力中心进行网络重构，推动流量由“南北向”为主向“南北向+东西向”转变，持续完善陆海空天全域的立体化、广覆盖、高性能网络布局；推进云网一体化智能调度，实现网络资源按云所需、网络调度随云而动。

5.2. 海外运营商转型人工智能企业

2022年11月10日，韩国最大电信运营商SKT（SK Telecom）宣布将通过把AI与广泛的连接技术相结合，将自己塑造成一家AI企业。其在韩国本土的竞争对手KT也发表了类似的公司转型目标。2021年SKT的业务部门已被划分为固定和移动通信、媒体、企业、AIVERSE（AI+Universe）和互联智能。为了实现新的愿景，该运营商计划运用AI来改进业务流程和推出新型服务，并积极投资AI技术企业以产生更大的协同效应。

2023年2月8日，SKT表示已将世界上第一个韩语版本的GPT-3应用于其产品“A.”。该运营商准备采用“长期记忆”技术来进一步升级“A.”。这项技术可以记住旧信息并将其用于对话，以及可理解文本、照片和语音等复杂信息的“多模态”技术。除了自主开发技术外，SKT还将在语言模型（例如：ChatGPT）和基础技术等领域促进与不同公司的合作，并于年内在韩国正式推出“A.”。

SKT的迅速转型表明运营商在人工智能时代拥有敏锐嗅觉和竞争优势。我国运营商同样在探索布局人工智能技术，运营商是人工智能时代国家队代表，新技术有望为运营商带来新的增长动力。

⁵ 4（热点区域中心）+3（跨省中心）+X（省级中心+业务节点）

⁶ N（中心资源）+31（省级资源池）+X（边缘云节点）

⁷ 5（中心枢纽节点）+4（国家“西算”枢纽节点）+31（省级核心数据中心）+X（地市级区域及边缘数据中心）

⁸ 2（内蒙、贵州两个服务全球的超大型数据中心园区及公有云节点）+4（京津冀、长三角、粤港澳、陕川渝等4个重点区域的数据中心集群及云资源池）+31（每个省份都部署省级数据中心和云节点）+X（广泛分布的边缘数据中心和云节点，部署在离用户最近的层面）+O（海外数据中心和云节点）

6. 投资建议

在美联储加息的宏观环境下，运营商的低估值和稳定增长的特性，使其具备防御属性。同时，B端市场的开拓发展，创新业务收入高速增长，为其带来了进攻属性。

随着新一轮科技革命和产业变革深入发展，信息技术融合创新为数字经济的发展带来巨大推力。电信运营商以通信网络为基础、以数据资源为核心、以信息技术为动能，支撑数字经济提速提质，有助于国家大力发展数字经济。到2025年，我国数字经济规模有望超过60万亿⁹，运营商作为数字经济中坚力量，人工智能时代国家队代表，算力网络建设先锋，或充分受益。

电信运营商身处数字经济和国企改革两大方向的交汇处。随着5G发展进入后周期，运营商资本开支逐渐平稳，资本开支结构化可能会逐渐显现，国资云渗透率持续提高，云计算或带来新的增长动力，算力资源扩容将为“东数西算”带来放量时机。作为发展数字经济的主力，运营商业绩增速持续改善，而且电信运营商的高分红率对中期估值水平形成稳健支撑。此外，国企改革三年行动方案成果显著，按照相关指示，未来将继续深化国企改革。

电信运营商是我国国企改革的示范，龙头公司按市场化机制运营，提高核心竞争力，完善中国特色国企现代公司治理。探索建立具有中国特色的估值体系，我们继续看好电信运营商的价值重估。建议关注：中国联通（600050.SH）、中国电信（601728.SH）、中国移动（600941.SH）。

表 3：三大运营商 A 股估值情况

证券代码	证券名称	2023/3/8		净利润（亿元）			PE		
		收盘价 （元）	总市值 （亿元）	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600941.SH	中国移动	88.55	12,035.18	1,266.20	1,377.01	1,490.00	9.50	8.74	8.08
600050.SH	中国联通	6.07	1,930.53	72.99*	90.86	102.07	26.45*	21.25	18.91
601728.SH	中国电信	6.45	5,529.49	285.65	318.03	351.24	19.36	17.39	15.74

资料来源：Wind，中原证券

（注：净利润数据来自 Wind 一致预测，中国联通 2022 年净利润为实际值）

风险提示：数字经济后续支持政策不及预期；具体政策执行不及预期；5G 后周期发展不及预期；电信运营商资本开支不及预期；相关公司业绩不及预期。

⁹ 数据来源：中国信通院

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。