

证券研究报告—深度报告

通信

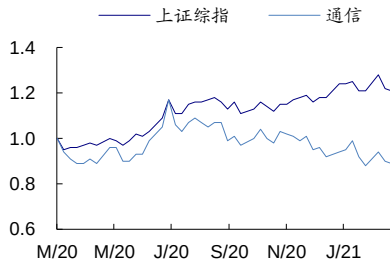
运营商专题

超配

(维持评级)

2021年03月09日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《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
《通信行业 21 年 2 月投资策略暨 20 年年报业绩前瞻: 精选业绩高增长标的, 持续关注运营商》——2021-02-04
《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之 Equinix: 全球第三方 IDC 龙头》——2021-01-25
《运营商专题: 纽交所摘牌冲击已过, 静待运营商价值重估》——2021-01-14

证券分析师: 马成龙

电话: 021-60933150
E-MAIL: 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

电话: 0755-81981372
E-MAIL: chentong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080001

证券分析师: 付晓钦

电话: 0755-81982929
E-MAIL: fuxq@guosen.com
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

5G 时代运营商的业绩弹性与价值重估

● 运营商的盈利模型构建

相较于一般的商业企业, 运营商的盈利结构不同, 其收入端注重分析 ARPU 值 (对每人每月收取固定的套餐费) 和客户数, 成本端主要为支撑通信网络运行的各项成本费用。我们首先对运营商财务数据进行结构化分析, 构建盈利模型。

● 运营商业绩弹性来源分析

针对前述构建的盈利模型, 我们对关键要素的变化逻辑进行分析, 找出其在 5G 时代的变动趋势和幅度, 在一定的假设条件下, 测算运营商的业绩弹性: 在 5G 升级的关键窗口期 (2021-2022 年), 运营商收入增速可达 5% 上下的水平, 利润端高于收入端, 移动和联通的利润增速在 15%~20%, 联通略高, 或在 20% 以上。

在测算过程中, 我们发现: (1) 当前运营商 4G 客户数仍占主导, 其 ARPU 值降低或抵消 5G 升级的红利, 在提速降费压力逐步解除后, 运营商竞争导致的 ARPU 值下降决定了长期 ARPU 值方向; (2) 无论是移动还是有业务, 客户数的增长对收入增速的影响巨大, 与 ARPU 值同等重要, 需重点观测和分析; (3) 折旧摊销的节约, 是收入成本剪刀差放大的关键; (4) 创新业务当前占比较小, 对于整体业绩拉升有限, 长期来看, 将逐步成为主要增长动力。

● 2C 向 2B 转型升级, 运营商价值有待重估

运营商 5G 时代将服务重心从个人转向企业, 通过将 5G 网络与各行各业结合, 更多挖掘 B 端客户的价值, 在此过程中, 价值有待重估: (1) 2B 领域, 运营商可重夺增值服务话语权, 创新业务或增值业务, 将成为运营商长期净利率提升的关键 (2) 5G 时代, 运营商或逐步“变轻”, 资本开支与折旧剪刀差缩小, 运营商总资产或稳中有降, 资产周转率提升 (3) ROE 提升背景下, PB 亦有望同步提升, 运营商价值有待重估。

● 运营商比较及投资建议

运营商港股股利支付率较高, 移动、电信、联通分别达到了 5.7%、4.7%、3.2% 的水平, 而 5G 时代运营商 ROE 反转的概率高, 股价有望“戴维斯双击”, 相当于给当前的类债属性加上了个“看涨期权”的价值, 长期投资价值凸显。中国联通 A 股亦可关注。

从业务规模和竞争力看, 中国移动较为领先, 电信其次, 联通最后。但联通由于改善空间大, 弹性或更大, 对中国联通 A 股维持“买入”评级。

● 风险提示:

客户数增长不及预期、资本开支力度加大、创新业务增长及盈利不达预期。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600050	中国联通	买入	4.50	139653	0.16	0.21	27.4	21.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

在一定的假设条件下，测算运营商的业绩弹性：在 5G 升级的关键窗口期（2021-2022 年），运营商收入增速可达 5%上下的水平，利润端高于收入端，移动和联通的利润增速在 15%~20%，联通略高，或在 20%以上。

5G 时代运营商价值有待重估：（1）2B 领域，运营商可重夺增值服务话语权，创新业务或增值业务，将成为运营商长期净利率提升的关键（2）5G 时代，运营商或逐步“变轻”，资本开支与折旧剪刀差缩小，运营商总资产或稳中有降，资产周转率提升（3）ROE 提升背景下，PB 亦有望同步提升，运营商价值有待重估。

三大运营商港股的股利支付率较高，中国移动、中国电信、中国联通分别达到了 5.7%、4.7%、3.2%的水平，而 5G 时代运营商 ROE 反转的概率高，股价有望“戴维斯双击”，相当于给当前的类债属性加上了个“看涨期权”的价值，长期投资价值凸显。中国联通 A 股亦可关注。

从业务规模和竞争力看，中国移动较为领先，电信其次，联通最后。但从业绩弹性看，联通由于改善空间大，弹性或更大，对中国联通 A 股维持“买入”评级。

核心假设或逻辑

第一，运营商客户数稳步增长。

第二，运营商 ARPU 值下降速度放缓，短期受益 5G 升级。

第三，运营商折旧摊销成本保持平稳

第四，运营商创新业务快速发展

与市场预期不同之处

第一，市场只看到了短期 ARPU 值的提升，没有关注到客户数的增长预期。

第二，折旧的平稳是运营商利润端放大、ROE 提升的重要因素，市场较少关注折旧对资产周转率进而对 ROE 的影响。

第三，2C 向 2B 转型升级带来的创新业务的增长是运营商长期利润率提升的关键，也是运营商价值重估的关键，市场缺少认知。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，客户数增长不及预期。

第二，资本开支力度加大。

第三，创新业务增长及盈利不达预期。

内容目录

一、运营商盈利模型构建.....	6
二、5G 时代，运营商业绩弹性分析.....	7
运营商业绩弹性分析模型.....	7
收入端：或将开启新一轮收入提升周期.....	7
成本端：5G 基站按需建设，共建共享节省资本开支.....	13
费用端：行业无序竞争趋缓，销售费用率有望持续优化.....	15
利润弹性测算.....	17
弹性测算中的几点发现.....	18
2C 向 2B 转型升级，运营商价值有待重估.....	18
运营商 5G 时代更多挖掘 B 端企业价值.....	18
5G 时代，运营商由拼投资转向拼服务，ROE 静待提升.....	19
估值改善：ROE 与 PB 双升的“戴维斯双击”.....	21
修复空间：类固收资产背后的看涨期权.....	22
三大运营商对比.....	23
业务规模与竞争格局对比分析.....	23
运营成本分析：联通运营+折旧成本相对较低.....	24
费用率比较分析：中国移动各项费用占比较低.....	25
盈利能力与业绩弹性分析.....	26
投资建议.....	27
风险提示.....	27
国信证券投资评级.....	28
分析师承诺.....	28
风险提示.....	28
证券投资咨询业务的说明.....	28

图表目录

图 1: 运营商盈利模型	6
图 2: 运营商业绩弹性来源分析	7
图 3: 移动电话普及率	8
图 4: 分区域移动电话普及率 (部/百人)	8
图 5: 三大运营商移动用户数 (万)	8
图 6: 农村宽带接入用户数及占比 (万人, %)	9
图 7: 城乡地区互联网普及率	9
图 8: 运营商宽带用户数及增速 (万, %)	9
图 9: 三大运营商移动 ARPU 值情况 (元/月)	10
图 10: 三大运营商固网 ARPU 值情况 (元/月)	10
图 11: 运营商 5G 套餐数(万套)	10
图 12: 中国移动有线宽带和家庭宽带 ARPU 值 (元/月)	11
图 13: 中国移动有线宽带和家庭宽带 ARPU 值 (元/月)	11
图 14: 近十年三大运营商收入增速 (%)	12
图 15: 三大运营商 2019 年创新业务占服务收入比重 (%)	12
图 16: 4G 基站新增数 (万座)	14
图 17: 5G 基站新增数预测 (万座)	14
图 18: 运营商历年资本开支及增速 (亿元, %)	14
图 19: 运营商总资本支出未来几年稳中有降	14
图 20: 运营商网络运营支撑成本占服务收入比重 (%)	15
图 21: 三大运营商销售费用率	16
图 22: 中国联通终端补贴 (亿元)	16
图 23: 三大运营商其他经营管理费用 (%)	16
图 24: 三大运营商人均薪酬 (万元)	16
图 25: 三大运营商员工薪酬收入占比 (%)	17
图 26: 5G 三大典型应用场景	18
图 27: 中国联通 5G 应用示例	19
图 28: 三大运营商过去十年净利率 (%)	19
图 29: 增值服务提供商对比	19
图 30: 中国移动折旧及资本开支 (亿元)	20
图 31: 中国电信折旧及资本开支 (亿元)	20
图 32: 中国联通折旧及资本开支 (亿元)	20
图 33: 三大运营商过去十年 ROE	21
图 34: 近十年三大运营商港股 PB (TTM)	21
图 35: 运营商分部估值法	22
图 36: 近十年三大运营商港股股利支付率 (%)	22
图 37: 近十年三大运营商港股每股派息 (元/股)	22
图 38: 运营商移动客户数变化 (万户)	23
图 39: 运营商移动 ARPU 值变化 (元/月)	23
图 40: 运营商有线客户数变化 (万户)	23
图 41: 运营商有线 ARPU 值变化 (元/月)	23
图 42: 全球 ICT 市场规模 VS 运营商市场规模 (万亿元)	24
图 43: 运营商运营支撑成本占服务收入比率	25
图 44: 运营商折旧与摊销占服务收入比率	25
图 45: 中国移动折旧及资本开支 (亿元)	25
图 46: 三大运营商人工薪酬占收入比重比较	25
图 47: 三大运营商其它经营费用率 (包括研发) 比较	25
图 48: 三大运营商过去十年净利率	26
图 49: 三大运营商过去十年资产负债率	26
表 1: 三大运营商利润拆分展示 (亿元)	6
表 2: “提速降费”政策梳理	9
表 3: 中国移动移动业务 ARPU 值弹性测算	10
表 4: 中国移动有线宽带收入弹性测算	11
表 5: 运营商 DICT 业务情况 (亿元)	12

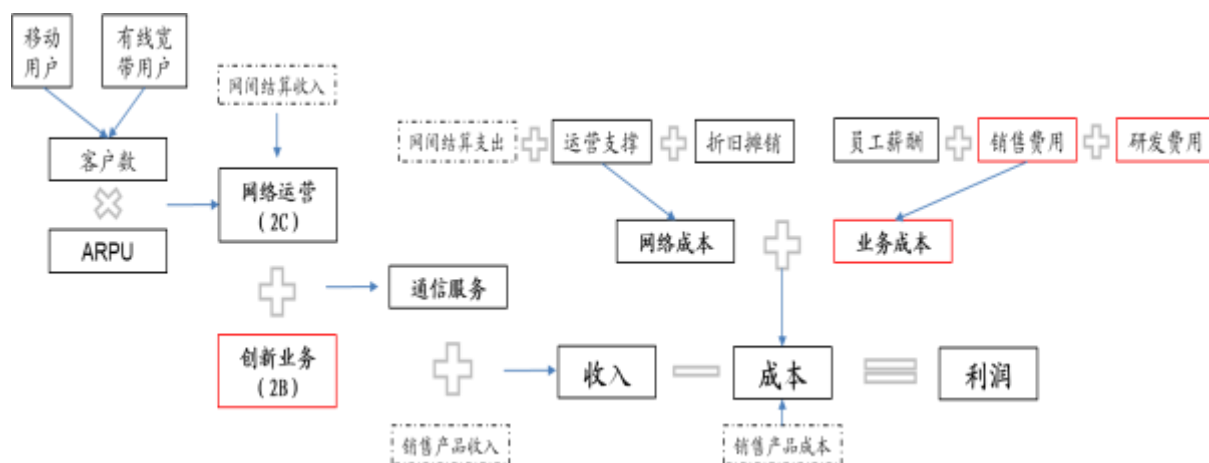
表 6: 中国电信通信服务收入预测 (亿元)	13
表 7: 运营商折旧政策	15
表 8: 中国联通折旧测算 (亿元)	15
表 9: 运营商业绩弹性测算 (亿元)	17
表 10: 运营商网络与客户数对比 (2019 年数据)	20
表 11: 全球运营商估值对比	21
表 12: 运营商 DICT 业务情况 (亿元)	24

一、运营商盈利模型构建

相较于一般的商业企业，运营商的盈利结构不同之处在于，收入端可以对每人每月收取固定的套餐费（ARPU），成本端主要为支撑通信网络运行的各项成本费用，具体如下所示。

5G 时代，运营商创新业务相关占比有望大幅提升，对相应的收入成本项或产生较大影响，是构成最终利润波动的重要关注点。

图 1：运营商盈利模型



资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

以三大运营商 2019 年年报数据为基础，对利润进行具体拆分和展示。

表 1：三大运营商利润拆分展示（亿元）

(单位：亿元)	中国移动		中国电信		中国联通	
	绝对值	收入占比	绝对值	收入占比	绝对值	收入占比
通信服务收入	6743	90%	3576	95%	2644	91%
其中：网络运营	6205	83%	2916	78%	2072	71%
移动业务	5517	74%	1844	49%	1564	54%
客户数（万）	95028		33557		31848	
ARPU（元）	49.1		45.8		40.4	
有线宽带业务	688	9%	1072	29%	508	17%
客户数（万）	18704		15313		8348	
ARPU（元）	32.8		38.1		41.6	
创新业务	538	7%	649	17%	572	20%
销售产品收入	716	10%	181	5%	261	9%
收入合计	7459	100%	3757	100%	2905	100%
网络运营支撑成本	1758	24%	1097	29%	432	15%
折旧及摊销	1828	25%	881	23%	831	29%
员工薪酬	1025	14%	635	17%	505	17%
销售费用	528	7%	484	13%	335	12%
研发费用及其他	462	6%	89	2%	309	11%
网间结算支出	210	3%	126	3%	115	4%

销售产品成本	725	10%	134	4%	264	9%
成本合计	6327	85%	3466	92%	2792	96%
经营利润	1131	15%	291	8%	113	4%
营业外利润	289	4%	-20	-1%	28	1%
净利润	1067	14%	207	6%	113	4%

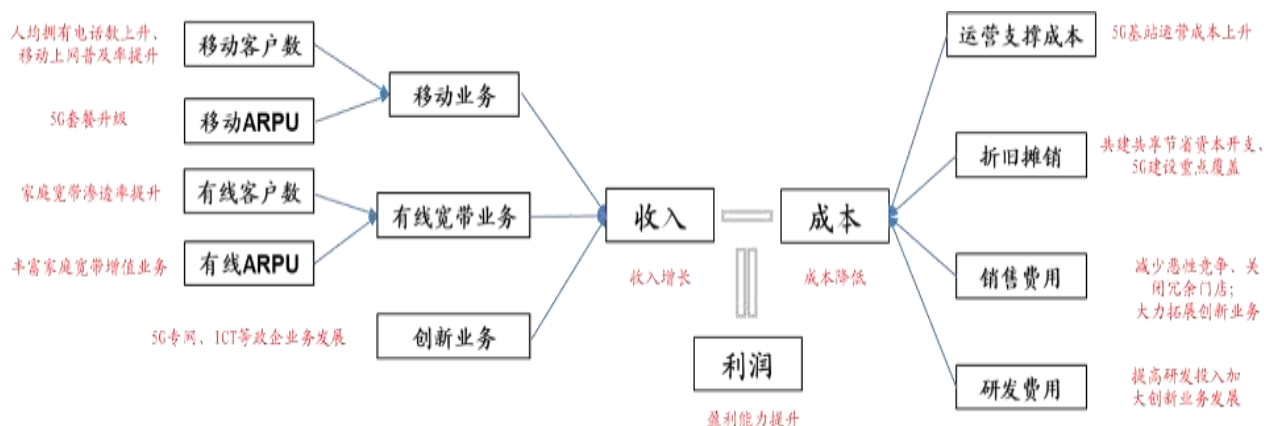
资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

二、5G 时代，运营商业绩弹性分析

运营商业绩弹性分析模型

运营商的收入、成本、利润几个维度对运营商的业绩弹性进行分析。

图 2：运营商业绩弹性来源分析

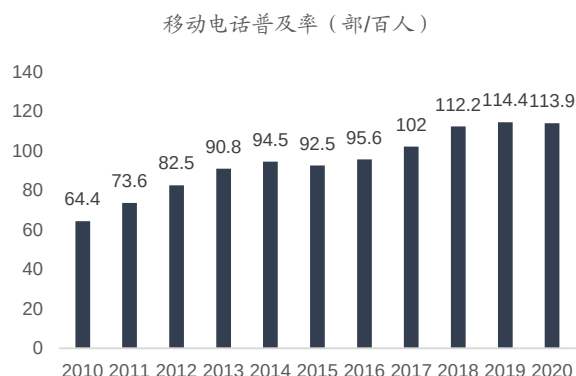


资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

收入端：或将开启新一轮收入提升周期

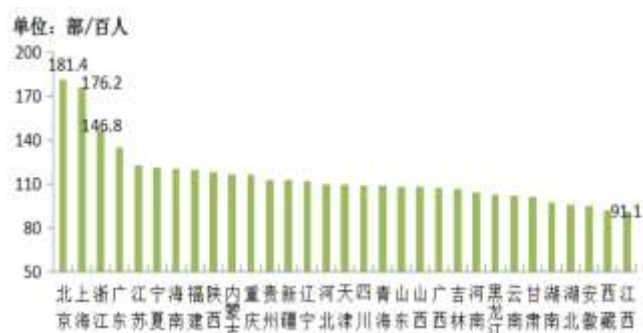
网络普及率仍有上升空间，运营商客户数稳中有升。运营商移动用户数在“第二手机”普及下仍有增长空间。移动电话普及率在 2017 年突破 100 部/百人，后仍在稳步提升，主要得益于使用双卡双待、或两个手机的用户逐步增多，这一点以北上浙广等经济发达地区较为明显。在 2020 年全年平均水平为 113.9 部/百人时，北京和上海已达到了 180 部/百人上下的水平。全国其他地区还有若干省份低于 100 水平线。后续随着经济的进一步发展，整体的移动电话普及率仍有上升空间。

图 3：移动电话普及率



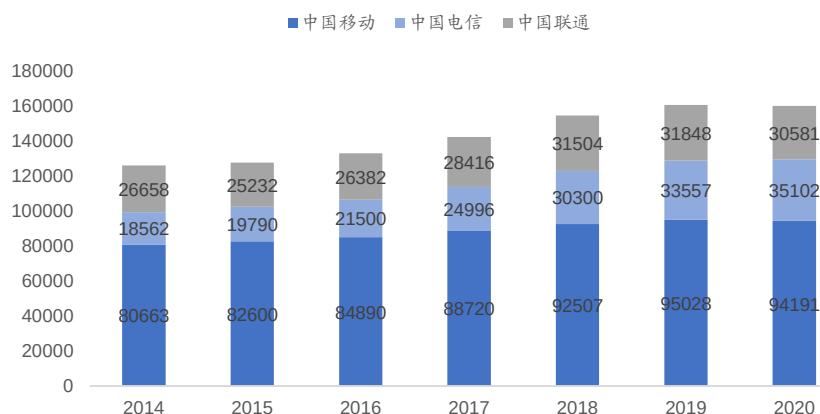
资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

图 4：分区域移动电话普及率（部/百人）



资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

图 5：三大运营商移动用户数（万）

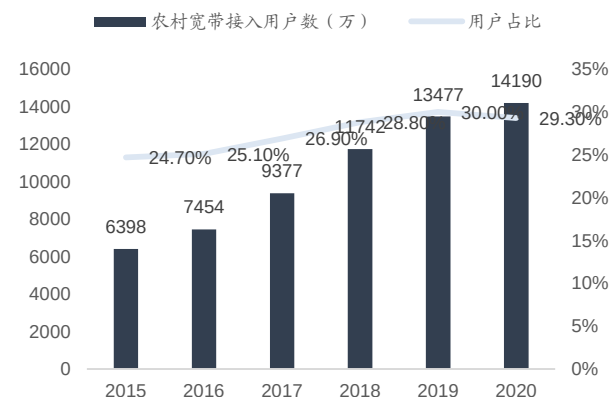


资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

固网用户数：农村宽带普及成为重要拉动力。过去几年农村宽带接入迅速普及，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%。全国行政村通光纤比例已超过 98%，有助于进一步实现光纤到户。目前城乡地区互联网普及率较高，农村地区刚超过 50%，还有较大上升空间。我们预计运营商宽带用户数仍将保持一定的增速。

率仍有上升空间。

图 6: 农村宽带接入用户数及占比 (万人, %)



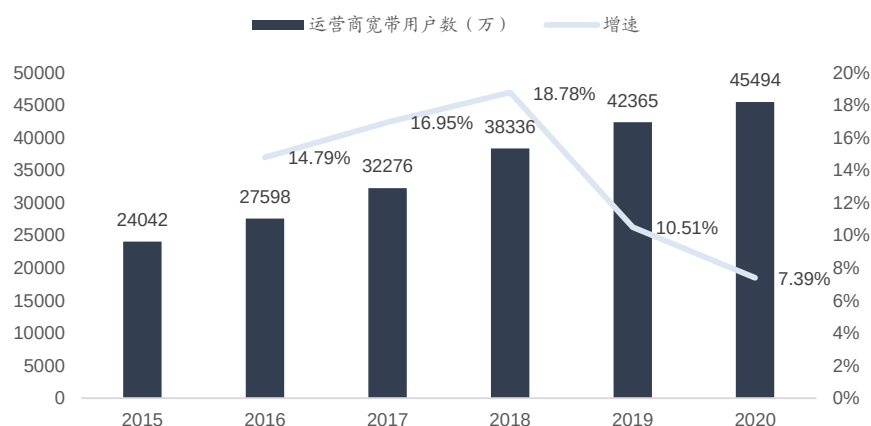
资料来源: 运营商官网, 国信证券经济研究所整理

图 7: 城乡地区互联网普及率



资料来源: CNNIC, 国信证券经济研究所整理

图 8: 运营商宽带用户数及增速 (万, %)



资料来源: 运营商, 国信证券经济研究所整理

降费压力渐弱, ARPU 值企稳回升。“提速降费”已由普降缩小范围至针对企业。
“提速降费”本质为了促进网络普及, 带动经济发展。2015 年开始李克强总理提出“提速降费”, 有效降低了运营商资费, 带动了移动互联网的整体发展。2020 年开始, 降费方向主要聚焦企业, 帮助降低企业经营成本, 更好地完成数字化升级。因此移动网络 ARPU 值下降压力已经解除, 企业宽带接入 ARPU 还有一定下降要求, 但从 2021 年的政府工作报告看, 这一力度也在逐步减弱。

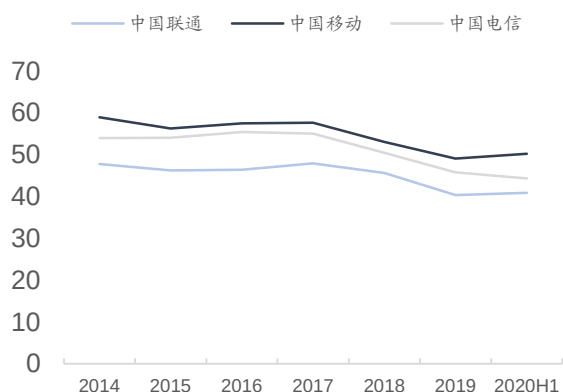
表 2: “提速降费”政策梳理

时间	内容
2015 年 5 月 13 日	李克强总理在主持召开国务院常务会议时再度明确促进提速降费的五大具体举措, 包括鼓励电信企业发布提速降费方案, 使城市平均宽带接入速率提升 40% 以上, 降低资费水平; 推进电信市场开放和公平竞争(推出流量不清零、流量转赠等服务)
2017 年 2 月 22 日	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议, 要求有关方面进一步顺应社会期盼, 继续深挖潜力, 抓紧再出台一批提速降费新措施, 加大电信基础设施投入, 提高网络服务能力和质量
2017 年 3 月 5 日	国务院总理李克强在《政府工作报告》中提及, 网络提速降费要迈出更大步伐, 年内全部取消手机国内长途和漫游费
2018 年 3 月 5 日	2018 年政府工作报告再次敦促提速降费, 要求年内取消流量“漫游”费, 且移动资费年内降低至少 30%、明显降低宽带费用

2019年3月5日	2019年政府工作报告提出，今年中小企业宽带平均资费再降低15%，移动网络流量平均资费再降低20%以上，在全国实行“携号转网”，规范套餐设置
2020年5月22日	2020年政府工作报告要求“宽带和专线平均资费降低15%”以“推动降低企业生产经营成本”
2021年3月5日	2021年政府工作报告要求“中小企业宽带和专线平均资费再降10%”

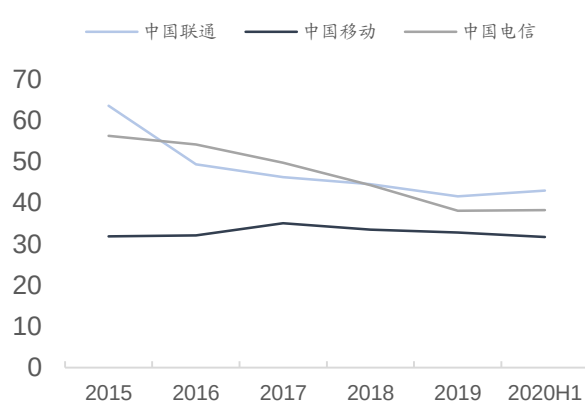
资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

图 9：三大运营商移动 ARPU 值情况（元/月/人）



资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

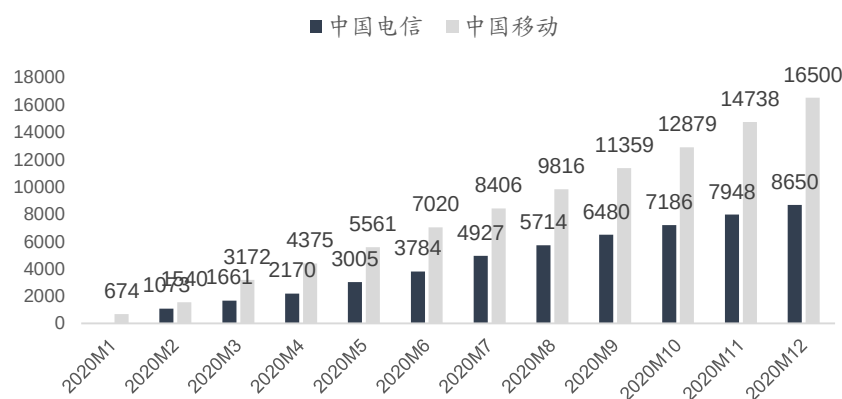
图 10：三大运营商固网 ARPU 值情况（元/月/人）



资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

5G 升级窗口期有望带动移动 ARPU 值的提振。参考中国移动 20 年半年报的数据，5G 套餐相较于迁移前的 4G 套餐，ARPU 值提升了 5.9%。随着 5G 套餐占比的提升，运营商整体 ARPU 值有望不断提升，2020 年环比改善拐点已现。以中国移动的数据测算 ARPU 值提升的结果如下所示。其中，2021-2022 年的移动 ARPU 值提升明显，移动业务收入相应也提升明显。

图 11：运营商 5G 套餐数(万套)



资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

表 3：中国移动移动业务 ARPU 值弹性测算

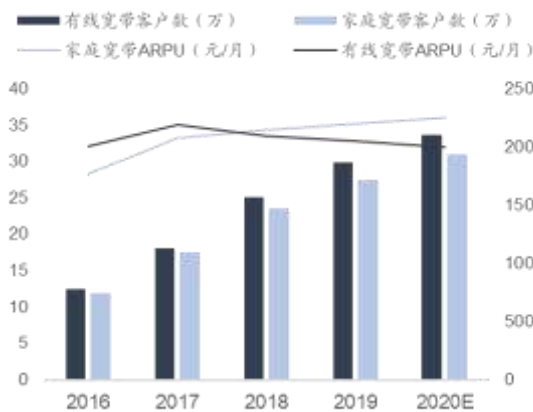
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	假设条件
5G 客户（万）	255	16500	35000	55000	65000	模拟 4G 周期套餐升级速度推算未来三年 5G 的增速

5G ARPU (元/月)		78	70	63	57	
YOY			-10%	-10%	-10%	5G 套餐后续每年下降 10%
4G 客户 (万)	75801	77530	61075	43957	36926	总用户数减去 5G 用户为 4G 用户
4G ARPU (元/月)	56	43	41	39	37	
YOY	-8%	-24%	-5%	-5%	-5%	4G 套餐后续每年下降 5%
2G+3G 客户 (万)	18972	161				21 年开始 2G/3G 套餐占比忽略不计
2G+3GARPU (元/月)	21	16				
YOY	-20%	-22%				
移动业务客户数 (万)	95028	94191	96075	98957	101926	移动整体用户数后续每年提升 2%
YOY	3%	-1%	2%	2%	2%	
移动业务 ARPU (元/月)	49.1	49.1	51.5	52.4	49.6	
YOY		0.0%	5.0%	1.6%	-5.2%	
移动业务收入(亿元)	5517	5548	5942	6217	6069	
YOY	-5%	-1%	7%	5%	-2%	

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

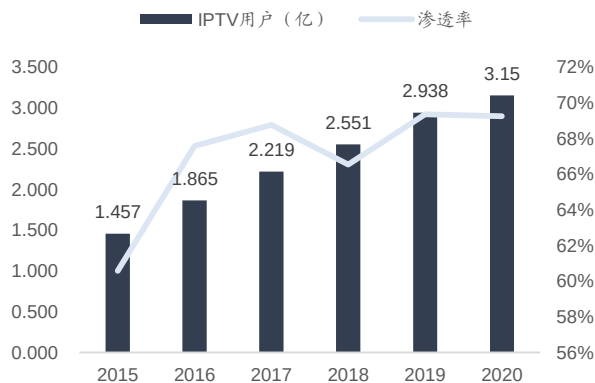
企业宽带接入费用承压，家庭宽带增值服务提升，缓冲有线宽带 ARPU 值下降力度。有线宽带 ARPU 虽受政策降费要求承压，但目前运营商有线宽带中仍以家庭宽带为主，以中国移动为例，家庭客户占比达到 92%。家庭宽带 ARPU 随着 IPTV 及相关增值服务的普及，近些年稳步提升。当前新增的有线宽带用户大多为 IPTV 用户，运营商可提供视频、点播、游戏、支付等增持服务，提高整体的 ARPU 值水平。

图 12：中国移动有线宽带和家庭宽带 ARPU 值 (元/月)



资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

图 13：中国移动有线宽带和家庭宽带 ARPU 值 (元/月)



资料来源：运营商官网，国信证券经济研究所整理

我们认为运营商有线宽带 ARPU 后续平稳中略有下降，相应业务收入增长主要得益于用户数的增长，如中国移动的有线宽带业务收入测算所示。

表 4：中国移动有线宽带收入弹性测算

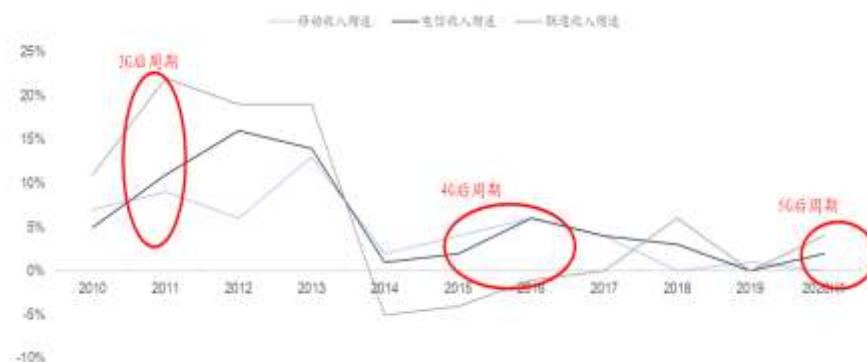
	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	假设条件
有线宽带客户数 (万)	18704	21032	22715	24532	26494	
YOY	19%	12%	8%	8%	8%	行业整体增速下降至个位数，移动增速高于行业
有线宽带 ARPU (元/月)	32.8	32	31.7	31.4	31.0	
YOY	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	ARPU 值稳中略有下降

有线宽带收入 (亿)	688	751	864	923	987
YOY	27%	9%	7%	7%	7%

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

收入端，新一轮收入提升周期或开启。从历史看，运营商收入增速提振的年份，均是在基站建设的中后期，一般持续 2 年，2021 年运营商或进入新一轮提升周期。每一次提升后又下降，主要由于在用户数完成转化以及提速降费的趋势下，ARPU 值又快速下滑，我们认为这在政策降费力度缩小背景下将有所改观，ARPU 值长期将处于平稳水平，收入波动减小。

图 14：近十年三大运营商收入增速（%）



资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

2B 业务占比提升，创新业务有望拉长成长周期。5G 网络不仅仅服务于个人，更多服务于产业。5G 网络加强了对车联网、工业互联网等产业的支持，助力更多的产业进行数字化升级，以中国联通为例，其聚焦新媒体、工业互联网、交通、教育、医疗、文旅等重点行业，打造 5G+行业解决方案，2019 年已经打造了 30 个示范项目、20 个创新应用产品。

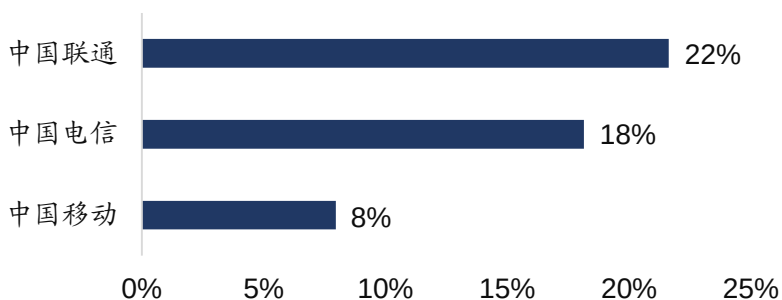
表 5：运营商 DICT 业务情况（亿元）

业务收入(亿元)	中国电信		中国移动		中国联通	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
IDC	234	254	72	105	138	162
云	45	71	13	20	10	24
IOT	15	19	75	88	21	30
ICT	197	193	25	67	62	113
合计	491	536	185	280	230	329
增速		9%		52%		43%

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所分析师整理

运营商从 2C 单一业务向 2B 多元化业务转型顺利推进。B 端业务主要面向政企客户，除了传统的固话、宽带专线业务外，还包括 IDC、云、IOT、ICT 等新兴业务，运营商在该领域的定价权更高，有望提升整体盈利能力。三大运营商 B 端业务均快速发展，尤其是中国联通，创新业务占服务收入比重已达到 22%，显示出加快转型的战略决心。

图 15：三大运营商 2019 年创新业务占服务收入比重（%）



资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

以中国电信为例，公司的收入主要由智能连接和智能应用两大块构成，智能连接及传统业务，按照前述客户数和 ARPU 值测算逻辑，公司 2021-2023 年收入增速分别为 3.6%、4.9%、4.1%，而智能应用收入增速有望保持在两位数以上，将整体的服务性收入增速提升至 4.8%、5.9%、5.3%，有效提升公司的增长幅度及周期。

表 6：中国电信通信服务收入预测（亿元）

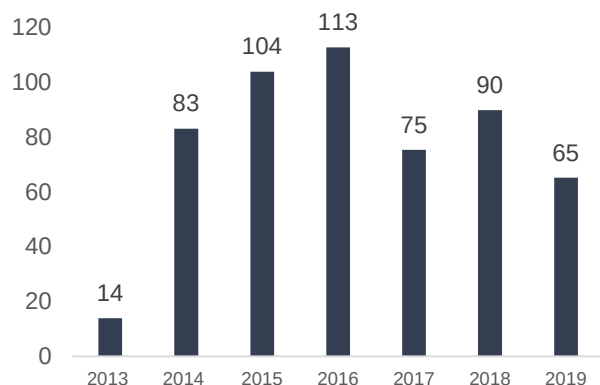
	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
通信服务收入	3098	3310	3504	3576	3747	3927	4159	4382
YOY		6.8%	5.9%	2.1%	4.8%	4.8%	5.9%	5.3%
智能连接	2697	2824	2911	2926	3033	3142	3295	3432
YOY		4.7%	3.1%	0.5%	3.7%	3.6%	4.9%	4.1%
智能应用	400	485	593	649	714	785	864	950
YOY		21%	22%	9%	10%	10%	10%	10%
其中：智慧家庭	48	68	78	80				
DICT	337	404	491	536				
IOT	2	6	15	18				
互联网金融	2	5	7	13				

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

成本端：5G 基站按需建设，共建共享节省资本开支

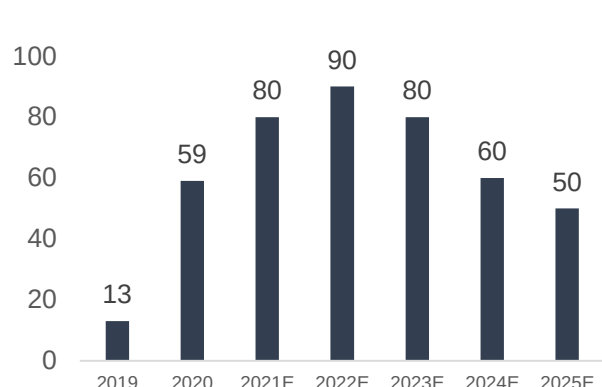
4G 基站建设（快速大范围全国铺开）VS 5G 基站建设（重点区域先行按需建设） 4G 基站从 2013 年开始建设，2014-2016 年集中大规模铺设，迅速覆盖全国；5G 基站从当前的规划来看，速度低于 4G，主要原因为 5G 基站造价较高，同时消费者杀手级应用不成熟，运营商从投资回报的角度，先在重点城市重点区域进行网络覆盖，后根据需求逐步补充。在这一思路下，运营商资本开支可得到有效控制，保证投入产出比。

图 16: 4G 基站新增数 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

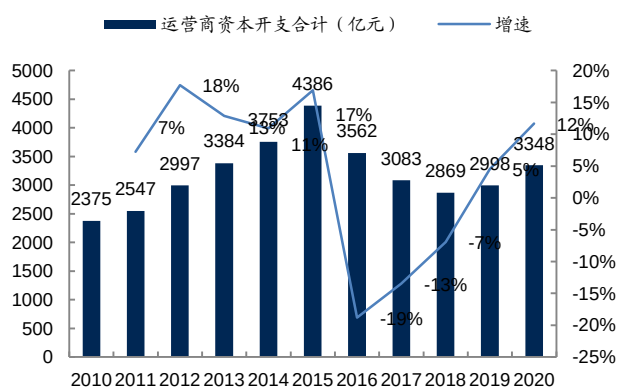
图 17: 5G 基站新增数预测 (万座)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

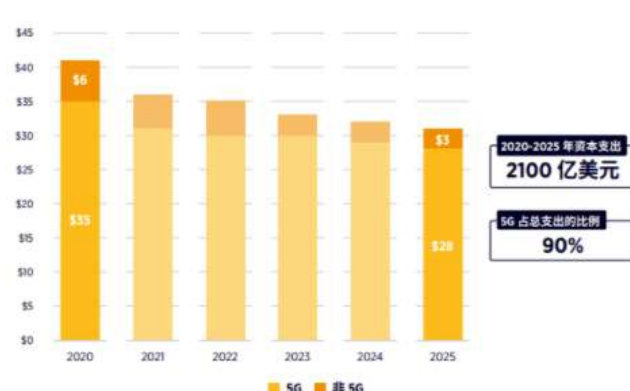
5G 基站按需建设, 共建共享节省资本开支。5G 时代采用共建共享模式, 节省资本开支: 2019 年 9 月, 电信和联通宣布共建共享 5G 基站, 截止 2020 年上半年, 电信和联通已共建共享 5G 基站 15 万座左右, 节省投资成本超过 400 亿元。2021 年 1 月, 中国移动与中国广电在北京签署“5G 战略”合作协议, 正式启动 700MHz 5G 网络共建共享。共建共享有望给运营商节约大量资本开支。根据《2021 中国移动经济发展报告》预测, 预计 2020-2025 年, 中国国内移动运营商将投资近 2100 亿美元来建设网络, 且每年呈稳中有降趋势, 我们认为 2020、2021 年运营商资本开支处于高峰, 后逐步下降, 相较于 4G 时代的波动要缓和很多。

图 18: 运营商历年资本开支及增速 (亿元, %)



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

图 19: 运营商总资本支出未来几年稳中有降



资料来源: 运营商年报, 国信证券经济研究所整理

资本开支稳健避免折旧成本快速上升。资本开支主要用于建设基站、购买房屋等形成固定资产, 运营商对于固定资产的折旧年限范围不同, 对于通信设备一般在 5-10 年。以中国联通为例, 用每年的折旧除以以前一年的固定资产+在建工程, 这一比例拉长来看反映了对于固定资产的折旧速度, 相对稳定。

表 7: 运营商折旧政策

	折旧年限范围			预计净残值率	年折旧率
	中国移动	中国电信	中国联通		
房屋建筑物及装修	8 至 30 年	8-30 年	10-30 年	3%-5%	3.17%-9.70%
通信网络设备	5 至 10 年	6-10 年	5-10 年	3%-5%	9.50%-19.40%
办公设备、家具、固定装置、车辆及其他	3 至 10 年	5-10 年	5-10 年	3%-5%	9.50%-19.40%

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

2019 年以来，新租赁准则下铁塔使用费转化为资产所有权折旧进行会计处理，折旧和摊销比例上升至 19%，后续或维持这一水平。后续假设当年的资本开支全部转化为在建工程并于当年完工，中国联通整体的折旧摊销计算如下所示，后续的折旧摊销将稳定在一个水平，增长有限。

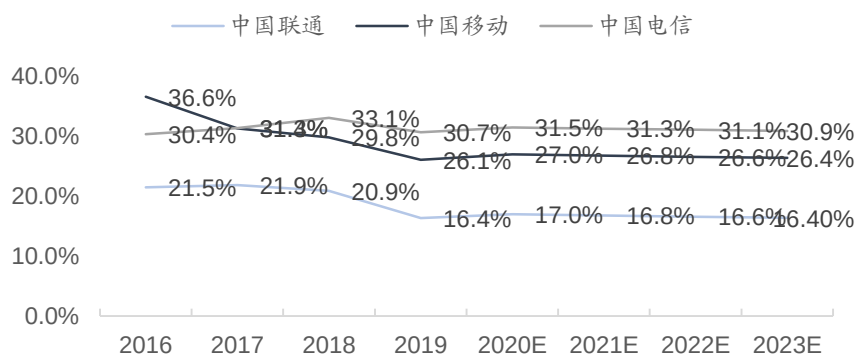
表 8: 中国联通折旧测算（亿元）

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	假设条件
固定资产	3711	3635	3415	3125	2855	2773	2709	2581	
在建工程	788	518	417	535	700	700	600	500	资本开支全部转化为当年在建工程
折旧及摊销	768	775	758	831	805	782	764	728	
折旧及摊销比率	17%	17%	18%	22%	22%	22%	22%	22%	2019 年铁塔使用费转化为资产所有权折旧进行会计处理
资本开支	721	421	449	564	700	700	600	500	资本开支从 21 年开始稳中有降

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

运营支撑成本整体可控。运营商的网络运营支撑成本，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，如下所示，虽然不同运营商占比不同（口径不同），但整体保证在稳定的水平。2019 年整体的下降与新租赁准则下的会计处理改变有关。5G 基站单基站耗电量增加，会使维护成本上升，但**共建共享背景下，电信和联通各自只需要负责一半新增基站的维护，就可以使用全部基站用于创收，有助于抵消单基站成本的上升。**后期随着 5G 基站耗电问题的逐步缓解，成本整体呈下降趋势。中移动后期引入广电共摊维护成本，亦有望实现先升后降趋势。

图 20: 运营商网络运营支撑成本占服务收入比重（%）



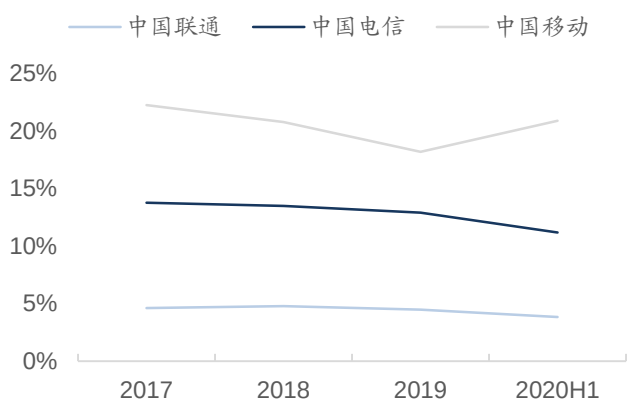
资料来源：运营商，国信证券经济研究所整理

费用端：行业无序竞争趋缓，销售费用率有望持续优化

份额考核模式或改变，恶性竞争有望终结。以往监管部门对三大运营商采取市场份额的考核方式，以鼓励行业良性竞争，防止垄断。但是随着 4G 红利消退、市场饱和，同时运营商之间的服务趋于同质化，最后的竞争变为简单的价格战，以及通过各种方式争夺用户，行业竞争走向非理性（“不限量”套餐来争夺互联网用户）。

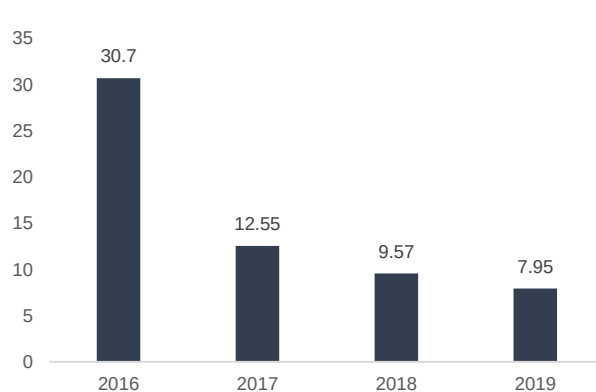
2019 年下半年运营商整体竞争策略都有所改变：（1）全面停售不限量套餐；（2）清理无效渠道营业厅，压缩销售费用，以差异化服务和质量取胜。三大运营商销售费用率都有大幅下降，降本增效成为关键词。三大运营商销售费用率均呈下降趋势。

图 21：三大运营商销售费用率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 22：中国联通终端补贴（亿元）

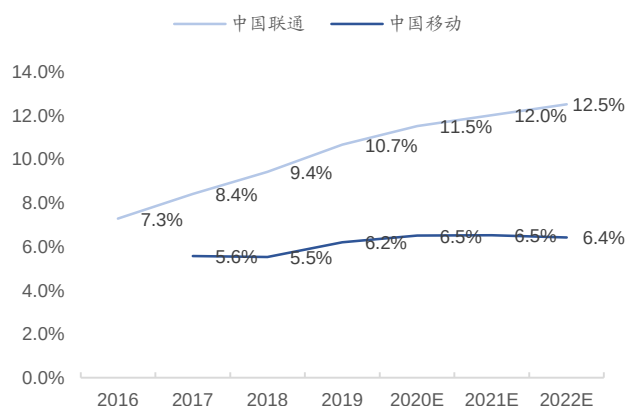


资料来源：中国联通年报，国信证券经济研究所整理

加大研发和人员投入，促进创新业务发展。运营商创新业务的发展，需要研发及人员的投入。以中国联通为例，其研发投入主要体现为其他经营管理费用，2016-2019 年，这一费用率从 7.3% 提升至 10.7%，因此才有了联通创新业务的快速突破。预计后续运营商将继续加大研发投入，由资本开支建网的比拼，改为创新的比拼。

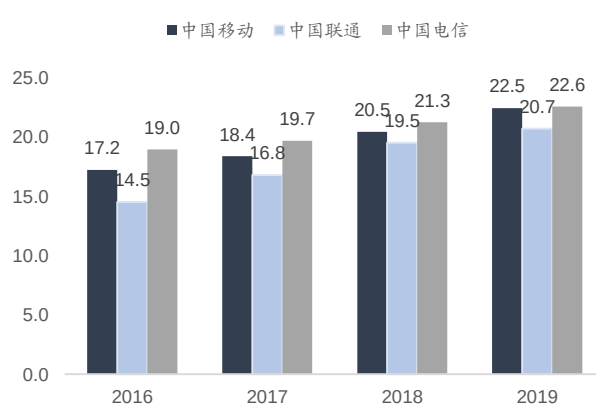
人员薪酬提升，激发创新和组织活力。三大运营商持续加大员工薪酬投入，提高员工薪酬，激发创新活力，为创新业务奠基。我们认为这一趋势将继续。

图 23：三大运营商其他经营管理费用 (%)

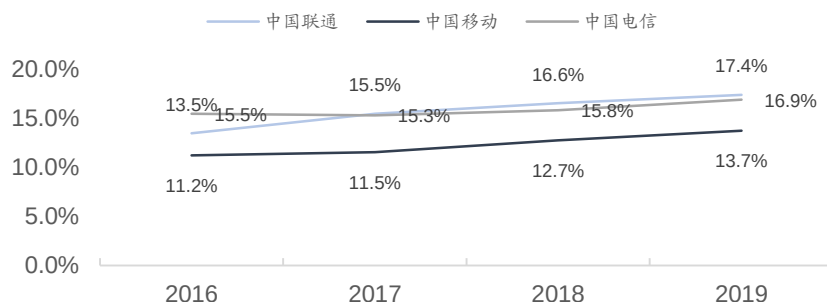


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 24：三大运营商人均薪酬（万元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 25：三大运营商员工薪酬收入占比（%）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利润弹性测算

按照前序各类分析和假设，赋予各项对应的数值，得出的 2020-2022 年利润增速如表所示：

在 5G 升级的关键窗口期（2021-2022 年），运营商业绩弹性明显，收入普遍可达 5% 上下的水平，利润端高于收入端，移动和联通的弹性在 15%~20%，联通略高，在 20% 以上。

表 9：运营商业绩弹性测算（亿元）

	中国移动				中国电信				中国联通				备注
	2019	2020E	2021E 增速	2022E 增速	2019	2020E	2021E 增速	2022E 增速	2019	2020E	2021E 增速	2022E 增速	
客户数（万）	95028	94191	2%	2%	33557	35102	2%	2%	31848	30581	2%	2%	
ARPU（元）	49.1	49.1	51.5	52.4	45.8				40.4	42.6	42.4	41.6	测算逻辑见正文
客户数（万）	18704	21032	8%	8%	15313	15853	4%	4%	8348	8609	3%	3%	宽带业务扩展力度不同
ARPU（元）	32.8	-2%	-1%	-1%	38.1	-3%	-2%	-1%	41.6	-3%	-2%	-1%	
创新业务	538	26%	26%	26%	649	12%	12%	12%	572	21%	21%	21%	三年复合增速
销售产品收入	716	-15%	-15%	-15%	181	-15%	-15%	-15%	261	-15%	-15%	-15%	
收入合计	7459	0.5%	5.4%	7.4%	3757	3.8%	4.0%	5.2%	2905	1.4%	3.9%	4.6%	
占收入比重													
网络运营支撑成本	1758	27.0%	26.8%	26.6%	1097	31.4%	31.3%	31.2%	432	18.0%	17.8%	17.6%	占通信服务比重
折旧及摊销	1828	1822	1781	1786	881	902	879	872	831	805	782	764	测算逻辑见正文
员工薪酬	1025	15%	16%	17%	635	18%	19%	20%	505	19%	20%	21%	
销售费用	528	6.5%	6.5%	6.5%	484				335	11%	11%	10%	
研发费用及其他	462	6.5%	6.5%	6.4%	89	15.5%	15.8%	16.2%	309	12%	14%	15%	
网间结算支出	210	210	210	210	126	126	126	126	115	115	115	115	后跨网结算逐步取消，对业绩影响较小，暂不对该业务预测
销售产品成本	725	-15%	-15%	-15%	134	-15%	-15%	-15%	264	-15%	-15%	-15%	业务主动收缩
增速													
净利润	1067	0%	18%	15%	207	0%	21%	14%	113	2%	26%	19%	
净利率	14.3%	14.3%	16.0%	17.1%	5.5%	5.3%	6.2%	6.7%	3.9%	3.9%	4.8%	5.4%	

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

弹性测算中的几点发现

- 1、当前运营商 4G 客户数仍占主导，其 ARPU 值降低或抵消 5G 升级的红利，在提速降费压力逐步解除后，运营商竞争导致的 ARPU 值下降决定了长期 ARPU 值方向；
- 2、无论是移动还是有线业务，客户数的增长对收入增速的影响巨大，与 ARPU 值同等重要，需重点观测和分析；
- 3、折旧摊销的节约，是收入成本剪刀差放大的关键；
- 4、创新业务当前占比较小，对于整体业绩拉升有限，长期来看，将逐步成为主要增长动力。

2C 向 2B 转型升级，运营商价值有待重估

运营商 5G 时代更多挖掘 B 端企业价值

5G 与 4G 最大区别是，除了关心人与人之间的通信，更关心物与物、人与物之间的通信，在 5G 三大应用场景中，除了增强型移动宽带场景，是为 C 端消费者提供更快网速外，海量物联网通信（智能抄表、环境监测、智能家电等）、高可靠低时延通信（自动驾驶、工业自动化等）两个场景均为 B 端企业客户服务，以推动产业的数字化升级，提升生产效率。。

图 26：5G 三大典型应用场景



资料来源：114 通信网，国信证券经济研究所整理

运营商 5G 时代更多挖掘 B 端企业价值。运营商 5G 时代将服务重心从个人转向企业，通过将 5G 网络与各行各业结合，更多挖掘 B 端客户的价值，以中国联通为例，其聚焦新媒体、工业互联网、交通、教育、医疗、文旅等重点行业，打造 5G+行业解决方案，2020 年上半年已经打造了 70 个示范项目、获得 92 个大型商业合同订单。

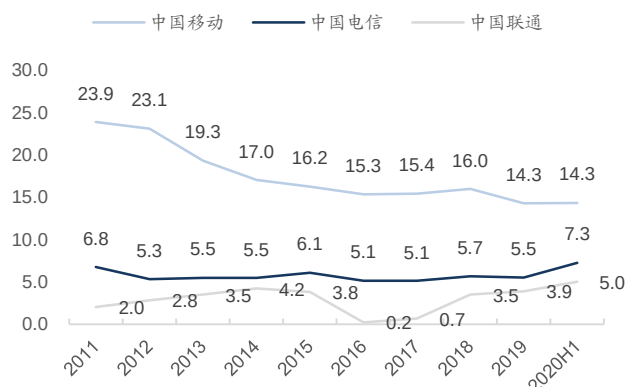
图 27：中国联通 5G 应用示例



资料来源：114 通信网，国信证券经济研究所整理

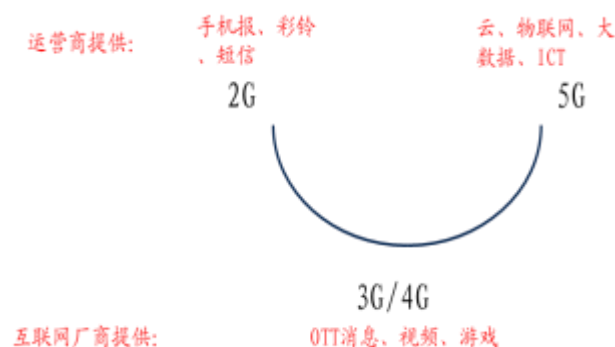
2B 领域，运营商可重夺增值服务话语权。从 2G 到 4G 的过去 10 年，运营商净利率逐步降低，或一直在低位徘徊，除了内部竞争因素外，还有互联网厂商对于运营商增值服务的攫取，运营商逐步被“管道化”。**5G 时代，网络不仅为 C 端客户服务，更多服务于 B 端。在 2B 领域，互联网厂商将不再是主要竞争对手，而是 ICT 网络解决方案商和集成商，运营商可依靠网络优势和客户黏性优势，提供更多的网络增值服务，重夺话语权，提升净利率水平。**

图 28：三大运营商过去十年净利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 29：增值服务提供商对比



资料来源：114 通信网，国信证券经济研究所整理

5G 时代，运营商由拼投资转向拼服务，ROE 静待提升

4G 及以前，运营商通过资本开支建设通信网络提升竞争力，网络覆盖面及质量，是核心竞争力。中移动在移动网络和固定网络的大量投资，获取了最多的客户，成为行业的领导者。

5G 时代，共建共享思想下，市场和服务能力将成为获客的关键：

1、电联合建：电信和联通共建一张 5G 接入网络，双方联合确保 5G 网络共建共享区域的网络规划、建设、维护及服务标准统一，保证同等服务水平，但品牌和业务运营保持独立，即后续电信和联通给客户提供的网络质量和覆盖面将无差异，业务拓展依靠各自的市场和服务。

2、移动广电合建：中国移动与中国广电在 700MHz 频谱上共建 5G 网络，中移动主要进行运维，包括相应的无线网和承载网，广电有偿共享中移动 2G/4G/5G

网络为客户提供服务。即后续中国广电和中国移动为客户提供的 5G 网络质量无差异，各自的获客能力是关键。

表 10: 运营商网络与客户数对比 (2019 年数据)

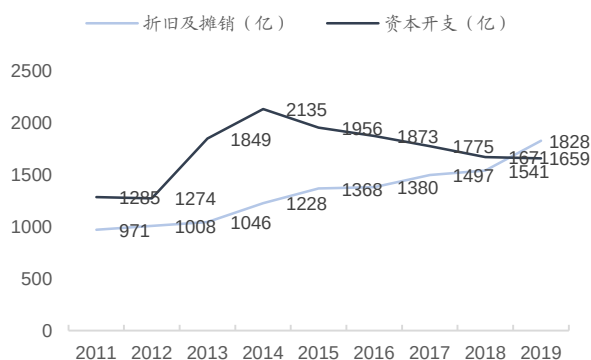
	中国移动	中国电信	中国联通
固定资产 (亿)	6748	4100	3125
4G 基站数 (万座)	309	159	141
移动客户数 (万)	95028	33557	31848
有线客户数 (万)	18704	15313	8348

资料来源：运营商年报，国信证券经济研究所整理

5G 时代，运营商或逐步“变轻”。运营商经过多年的投资建设，目前固定资产已经达到比较大的规模，每年的折旧摊销规模水涨船高，2019 年，折旧规模已超越当年的资本开支。5G 时代，运营商的资本开支将遵循按需建设、稳步推进节奏，折旧与摊销规模超越当年的资本开支将在未来的几年里成为大概率事件，则运营商的固定资产规模将停止攀升势头，甚至稳中有降，而联通在过去几年已经呈现这样的趋势。

运营商资产规模稳中有降，收入稳中有升，则资产周转率将逐步提升；叠加之前分析的运营商盈利水平的提升，根据杜邦分析，在杠杆率不变的情况下，运营商的 ROE 将大幅提升。

图 30: 中国移动折旧及资本开支 (亿元)



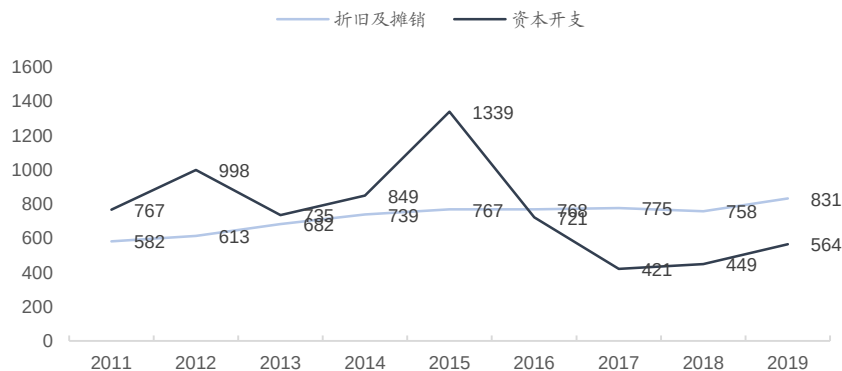
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 31: 中国电信折旧及资本开支 (亿元)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 32: 中国联通折旧及资本开支 (亿元)

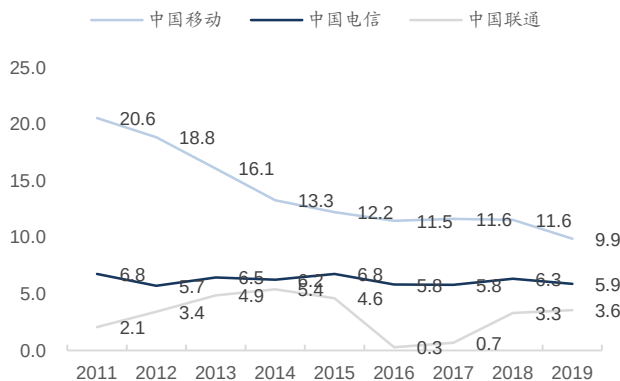


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值改善：ROE 与 PB 双升的“戴维斯双击”

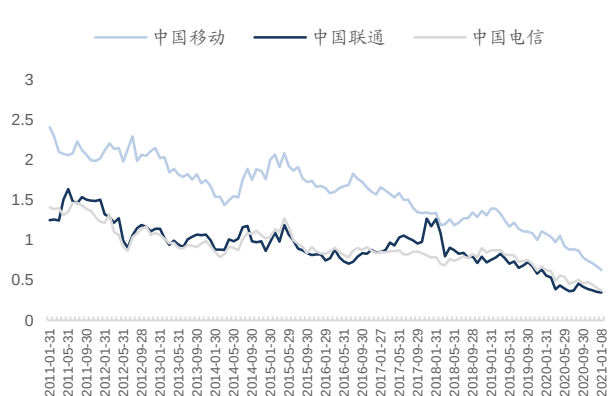
运营商过去 10 年 PB 呈不断下降趋势，和整体的 ROE 呈不断下降有关，表明了市场对于运营商新增投资回报率不断下降的预期，而参考前面的分析，运营商有望在 5G 时代迎来 ROE 反转，则市场预期也会对应反转，市场对于运营商的 PB 估值有望修复，股价有望迎来“戴维斯双击”，价值得到重估。

图 33：三大运营商过去十年 ROE



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 34：近十年三大运营商港股 PB (TTM)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

估值修复空间探讨

当前运营商港股 PB 均小于 1，远低于全球平均水平，修复空间极大。

表 11：全球运营商估值对比

	运营商	股票代码	PE (TTM)	PE (2020)	PE (2021E)	PB (2020Y)	EV/EBITDA (2020Y)	EV/EBITDA (2021E)
美国	AT&T	T.N	15.97	9.40	9.13	1.53	7.83	7.69
	Telefonica	TEF.N	9.54	8.76	8.62	5.78	5.70	5.66
欧洲	vodafone	VOD.LN	16.94	20.08	15.22	0.67	7.38	7.09
	Orange	ORA.N	11.81	9.58	8.82	0.92	5.00	4.90
日本	NTT	9432.T	10.90	11.06	9.54	1.36	5.83	5.77
韩国	SK Telecom	017670.KS	11.72	9.84	8.18	0.75	5.15	5.10
	KT Corp	KT.N		5.17	3.86	0.5	2.62	2.58
	中国移动	0941.HK	8.95	9.04	8.78	0.87	1.99	1.94
	中国电信	0728.HK	9.27	8.56	8.13	0.51	2.09	2.02
	中国联通	0762.HK	9.42	10.33	9.00	0.40	1.46	1.42
中国	香港电讯-SS	6823.HK	15.65	15.66	14.95	2.18	9.46	9.32
	电迅盈科	0008.HK		59.60	45.61	2.64	7.20	6.88
	中国卫通	601698.SH	148.58	146.91	134.67	5.72		
	中国联通	600050.SH	20.21	23.32	18.85	0.92	3.82	3.70
	平均		24.08	24.81	21.67	1.86	5.04	4.93

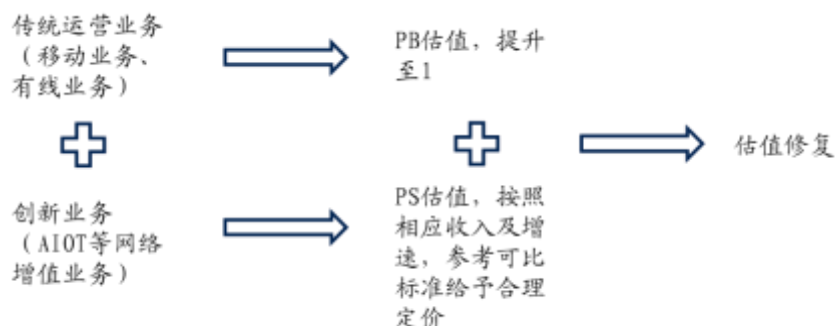
资料来源：Bloomberg、Wind，国信证券经济研究所整理（2021.03.07）

关于运营商的估值修复空间问题，我们仅提出一种思路以供探讨，采用分部估值的方法：

- 对于运营商传统业务，PB 小于 1 反映了市场对于其利润负增长，ROE 不断降低的预期，根据前序分析，我们认为传统业务在 5G 时代有望迎来利润拐点，ROE 有望触底反弹，因此 PB 可修复至 1；

- 对于创新业务，其属于运营商的增值业务，基于网络基建又独立于传统业务发展逻辑，当前处于快速增长期，按照 PS 给予估值定价。加总即为当前运营商的修复空间。

图 35：运营商分部估值法



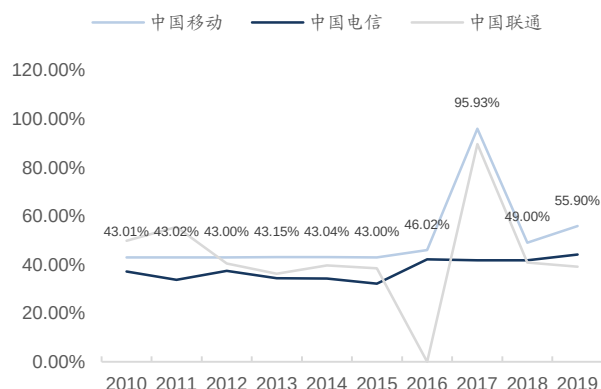
资料来源：114 通信网，国信证券经济研究所整理

修复空间：类固收资产背后的看涨期权

当前股息率可作为长期债券投资。运营商港股的股利支付率较高，维持在 40% 上下的水平，中移动最高，在 50% 上下。同时由于中移动 EPS 较高，其每年的分红达到了 5-6 元/股。当前运营商港股的股息率较高，移动、电信、联通分别达到了 5.7%、4.7%、3.2% 的水平，达到了长期债券的水平。

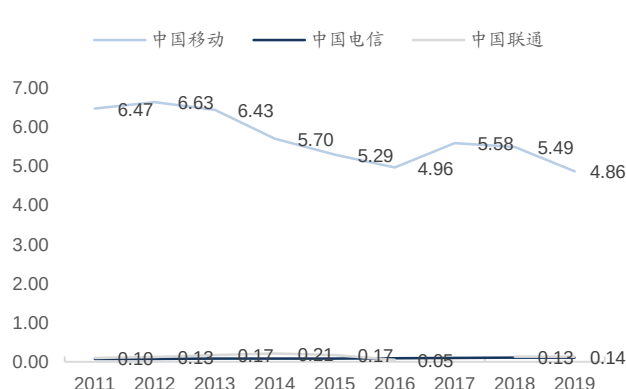
ROE 提升带来的潜在回报价值高。根据我们之前的分析，5G 时代运营商 ROE 反转的概率高，股价有望“戴维斯双击”，相当于给当前的类债属性加上了个“看涨期权”的价值，长期投资价值凸显。

图 36：近十年三大运营商港股股利支付率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 37：近十年三大运营商港股每股派息（元/股）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

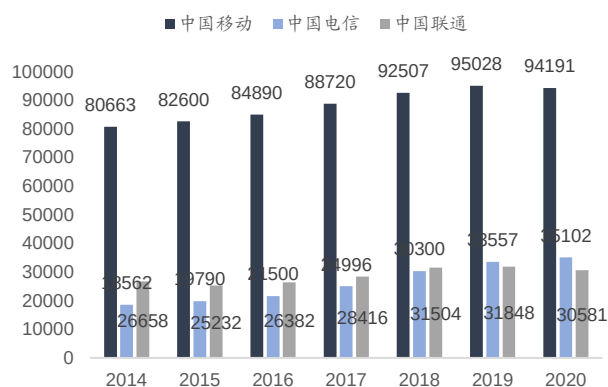
三大运营商对比

业务规模与竞争格局对比分析

目前来看，移动在移动和有线领域的领先优势难以动摇。

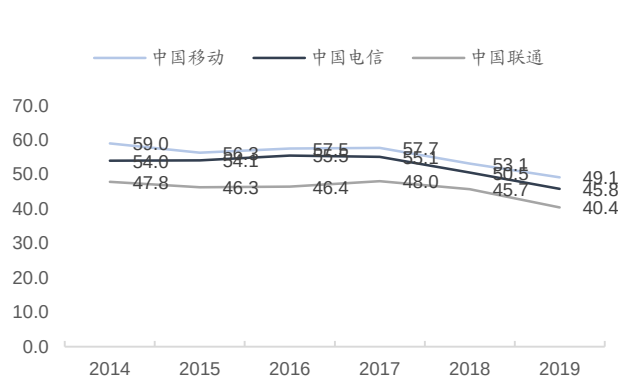
移动业务方面，中国移动从 2G 时代就奠定了行业领先者地位，ARPU 值较高。联通次之，电信早期专注固网业务，移动业务垫底。4G 时代，中国电信以家庭宽带用户为抓手加强移动客户拓展，逐步在移动业务领域超越联通。但两者之和仍小于移动。中移动的 ARPU 值较高，联通一直主打性价比优势，ARPU 值最低，但没有影响到竞争格局，竞争力体现在网络覆盖度和质量上

图 38: 运营商移动客户数变化 (万户)



资料来源: 运营商, 国信证券经济研究所整理

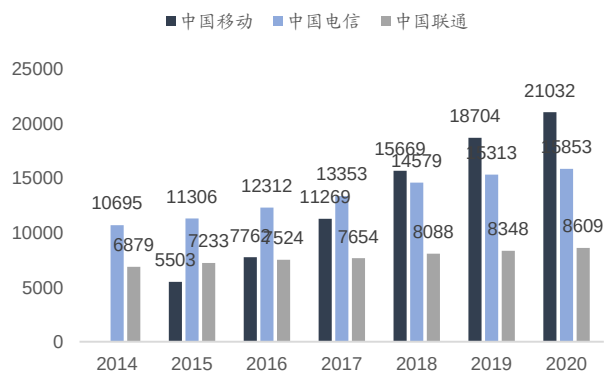
图 39: 运营商移动 ARPU 值变化 (元/月)



资料来源: 运营商, 国信证券经济研究所整理

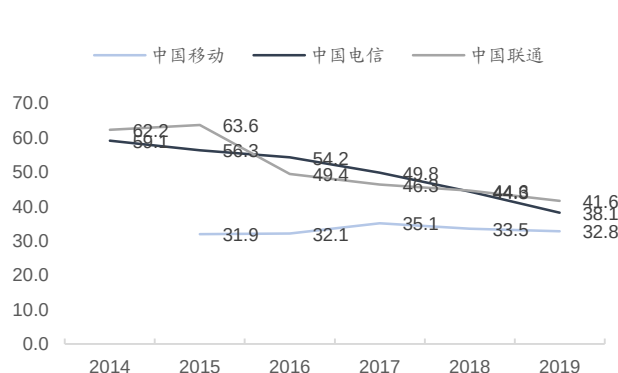
有线业务方面，中国电信是老牌龙头，但是中移动通过 2014-2018 大力自建骨干网，同时依靠移动业务优势不断转化用户，于 2018 年开始超越电信成为了第一，并且差距还在拉大。联通近几年业务缓慢增长。中移动作为后来者为了抢占市场，定了最低的价格，且相对于电信和联通折扣明显，倒逼电信和联通的价格不断降低，目前来看仍有较大差距。在可比的网络覆盖能力下，大折扣 ARPU 对于竞争具有较大的帮助。

图 40: 运营商有线客户数变化 (万户)



资料来源: 运营商, 国信证券经济研究所整理

图 41: 运营商有线 ARPU 值变化 (元/月)



资料来源: 运营商, 国信证券经济研究所整理

创新业务领域：三大运营商各有优势

创新业务领域，创新业务多以有线宽带网作为抓手进行客户拓展，中国电信在该领域的网络和客户基础较好，目前业务规模领先，尤其是 IDC 领域，电信拥有中国最大的 IDC 资源池（截止 2020 年上半年，拥有 38 万个机柜，超 600 个 IDC 机房），相应的电信云业务也遥遥领先移动和联通。中国移动的物联网业务遥遥领先，且近年来开始发力公有云业务，整体创新业务增速最快。

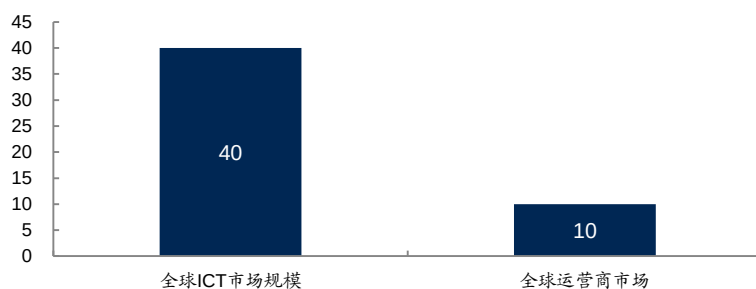
表 12：运营商 DICT 业务情况（亿元）

业务收入（亿元）	中国电信		中国移动		中国联通	
	2018	2019	2018	2019	2018	2019
IDC	234	254	72	105	138	162
云	45	71	13	20	10	24
IOT	15	19	75	88	21	30
ICT	197	193	25	67	62	113
合计	491	536	185	280	230	329
增速		9%		52%		43%

资料来源：运营商年报、国信证券经济研究所分析师整理

我们认为，ICT 市场相对于运营商市场空间更大，运营商在该领域内不再是内部竞争，而是开拓更多的业务边界。网络资源和人员投入是保证业务成长的重点。该领域内，电信网络资源优势强，移动客户规模大，联投投入力度大，各有优势。

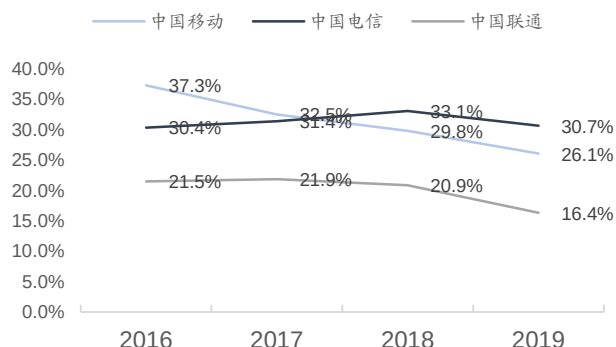
图 42：全球 ICT 市场规模 VS 运营商市场规模（万亿元）



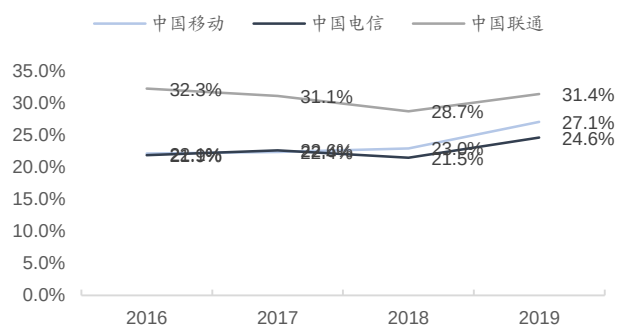
资料来源：114 通信网，国信证券经济研究所整理

运营成本分析：联通运营+折旧成本相对较低

运营成本+折旧合计的角度看，2019 年移动、电信、联通分别为 53.2%、55.3%、47.8%，联通成本较低主要和其网络规模较小有关。联通的主要投入在费用端，体现出向“轻资产”转型升级的特征。

图 43: 运营商运营支撑成本占服务收入比率


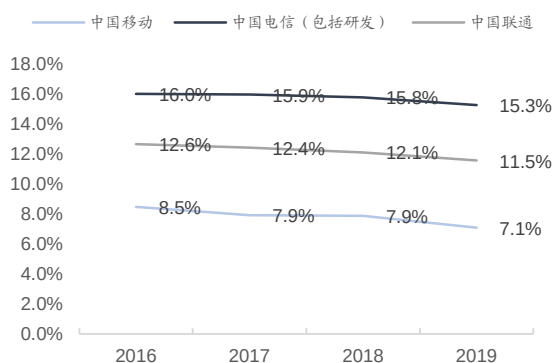
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 44: 运营商折旧与摊销占服务收入比率


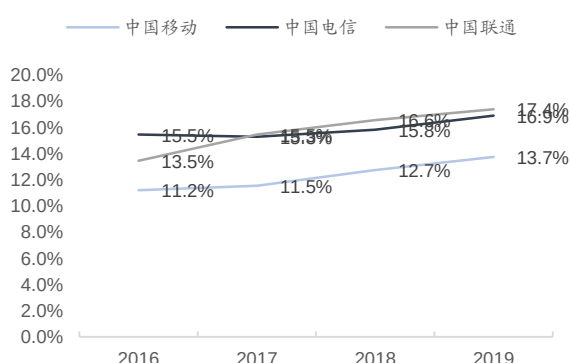
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

费用率比较分析: 中国移动各项费用占比较低

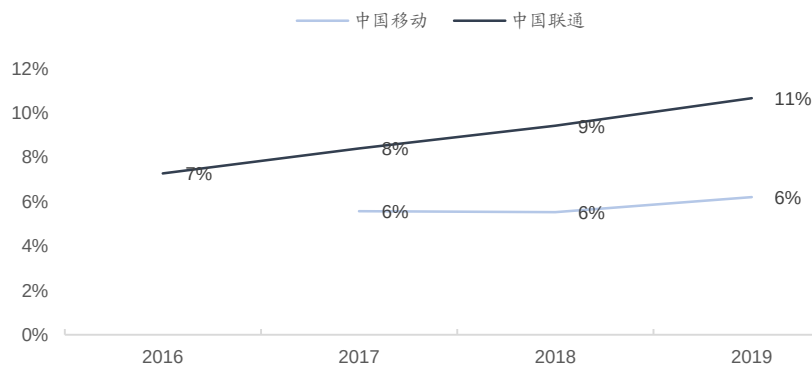
从销售+人工+其它(包括研发)费用率合计来看, 2019 年三家分别为 27.0%、32.2%、39.6%, 电信和联通的费用优化空间较大。联通的费用率较高, 除了效率因素外, 也与它大力投入开拓创新业务有关。综合对比可得, 中国移动的各项费用率都较低。

图 45: 中国移动折旧及资本开支(亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 三大运营商人工薪酬占收入比重比较


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 47: 三大运营商其它经营费用率(包括研发)比较


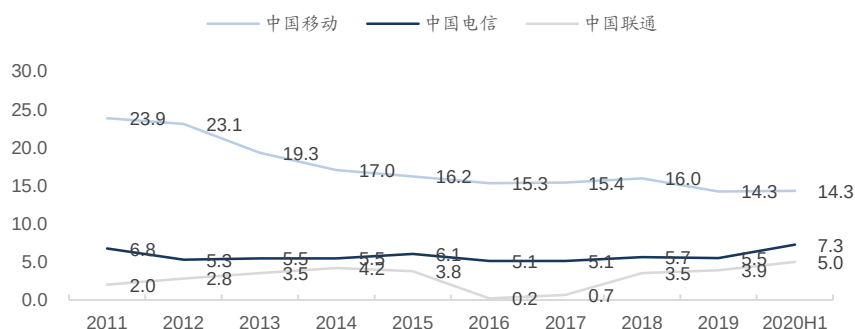
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利能力与业绩弹性分析

中国移动的净利率最高，即使经过过年的下降，依然比联通和电信高出很多。其费用和成本端相较于电信都更小，整体利润率差距拉大。而联通净利率低，主要和其费用率太高有关，优化空间大。

根据我们之前的测算，5G 窗口期，移动和电信的利润增速都可以达到两位数以上，移动是因为客户数庞大，可充分享受 5G 升级红利，ARPU 值提升较为显著，收入弹性高；电信可充分享受共建共享带来的成本节约，同时创新业务亦对业绩弹性有贡献；联通主要受益创新业务带来的增长，且利润基数低，弹性大。

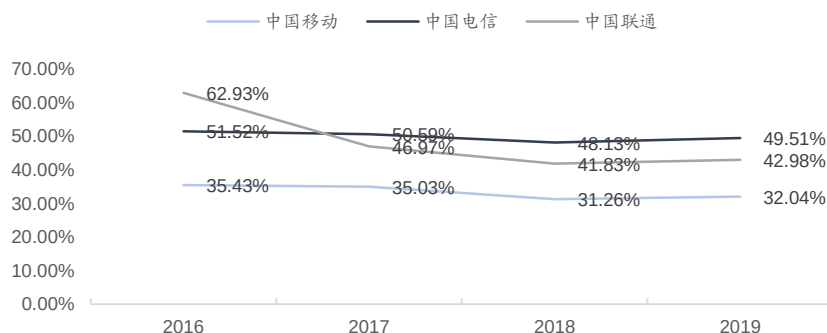
图 48：三大运营商过去十年净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资产负债率方面，中国移动最低，联通在混改完成后大幅降低，目前电信最高。中国移动后续仍有加大杠杆提升 ROE 的空间。

图 49：三大运营商过去十年资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议

三大运营商 5G 时代均有望呈现不错的业绩增长，并伴随着净利率和 ROE 的回升，PB 估值亟待修复。考虑到港股运营商还有较高的股息率，当前位置投资价值凸显。

从业务规模和竞争力看，中国移动较为领先，电信其次，联通可关注其费用改善以及创新业务带来的长期增长，从业绩弹性看，联通由于改善空间大，弹性或更大，对中国联通 A 股维持“买入”评级。

风险提示

核心假设或逻辑的主要风险

- 1、客户数增长不及预期。
- 2、资本开支力度加大。
- 3、创新业务增长及盈利不达预期。

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，并向客户发布的行为。

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