

未有评级

通信行业 2020 年中报综述

稳中有进，流量穿越周期、5G 点亮未来

通信行业上半年受疫情影响较小，整体平稳增长，受益于流量红利的增值服务业务高速增长。四季度一手抓景气度高企的流量红利板块中高增长的公司，一手抓 5G 应用产业链中诞生的新龙头。

- **受益于 5G 商用开启，通信行业下游需求持续改善，行业营收稳步增长。**上半年电信业务量同比增长 19.3%，收入同比增长 3.2%，为近年最高。三大运营商收入稳定增长，上半年 5G CAPEX 共计 879 亿元、建成基站 39.8 万座，下半年将持续 5G 网络建设投资。业务层面，运营商发力拓展 5G 用户及增值服务业务，缓解了 4G 用户渗透率瓶颈以及 OTT 挤压下的“管道化”危机。
- **设备商攻城略地，产业链业绩增速触底回升，受益于流量红利的板块表现较突出。**此次疫情对全球 5G 建设影响不大，在运营商的支持下，主设备商订单数、基站出货量持续攀升，使得行业营收和利润降幅逐季度收窄，剔除异常公司后，通信行业上半年利润同比减少 11.15%。分板块来看，无限配套（+20.78%）和移动转售（+11.91%）利润增速最快，5G 建设端上行周期红利已经开始释放。另外，受益于流量红利，光通信下的光模块以及 IDC 板块景气度很高。
- **四季度投资策略：一手抓流量，一手抓应用，两手都要“硬”。**机构在 Q2 大幅度减配通信行业，与市场观点不同，我们认为诱因是 5.15 华为再受制裁，主因是行业估值与配置正常规律。机构对通信行业的配置，会随着业绩上行周期的来临再次回升，但是配置结构会发生变化。5G 上行周期看业绩说话，业绩的流量弹性更大，高景气度、高增长的板块中，建议关注光模块行业和 IDC 行业。另外，5G 应用新格局，挖掘新的硬件产业链，寻找最先落地并可能形成较好商业模式的 5G 应用，建议关注车联网行业。

评级面临的主要风险

- 中美摩擦加剧可能引致更多外部环境不确定性。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

通信

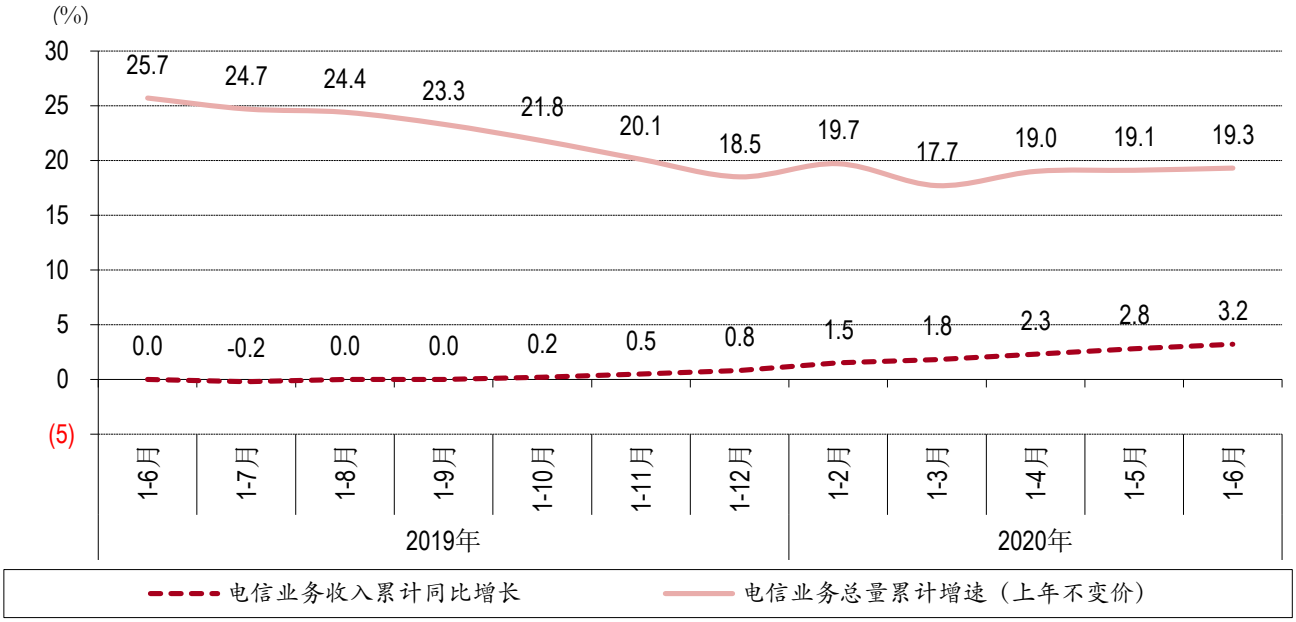
证券分析师：庄宇
(8610)66229000
yu.zhuang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060004

1，5G 商用元年，需求持续改善，行业稳步增长

1.1 通信行业受疫情影响小，下游需求稳定增长

虽然 2020 上半年疫情肆虐，但是通信行业下游依然保持稳定增长。从总量角度来看，根据工信部通信行业运行数据显示，2020 年 1-6 月，国内电信业务总量同比增长 19.3%；随着降费节奏放缓，电信业务收入 6927 亿元，同比增长 3.2%，为近年新高。

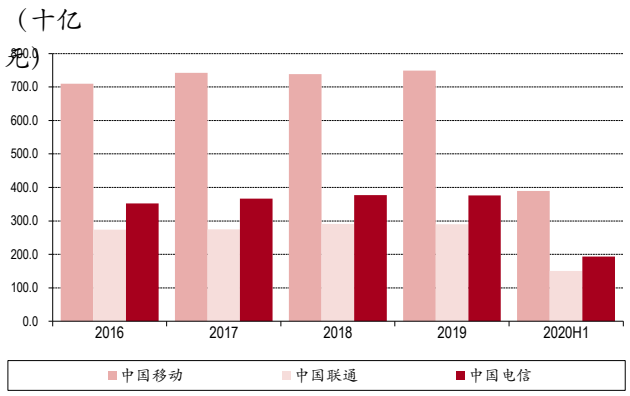
图表 1. 全国电信业务总量增速及收入增速



资料来源：工信部，中银证券

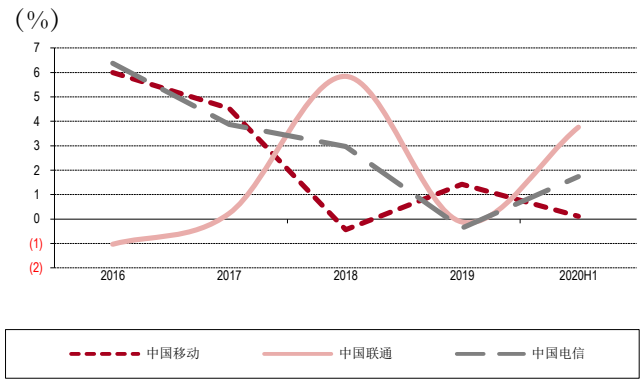
得益于行业持续回暖，上半年三大运营商营收均呈增长态势，联通和电信的收入增速触底反弹。从市场份额来看，移动依然雄踞半壁江山，但是当前处在 4G 向 5G 跃迁的阶段，在固定通信收入增长、移动通信收入萎缩的行业趋势下，联通和电信逐步抢回份额。

图表 2. 三大运营商营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

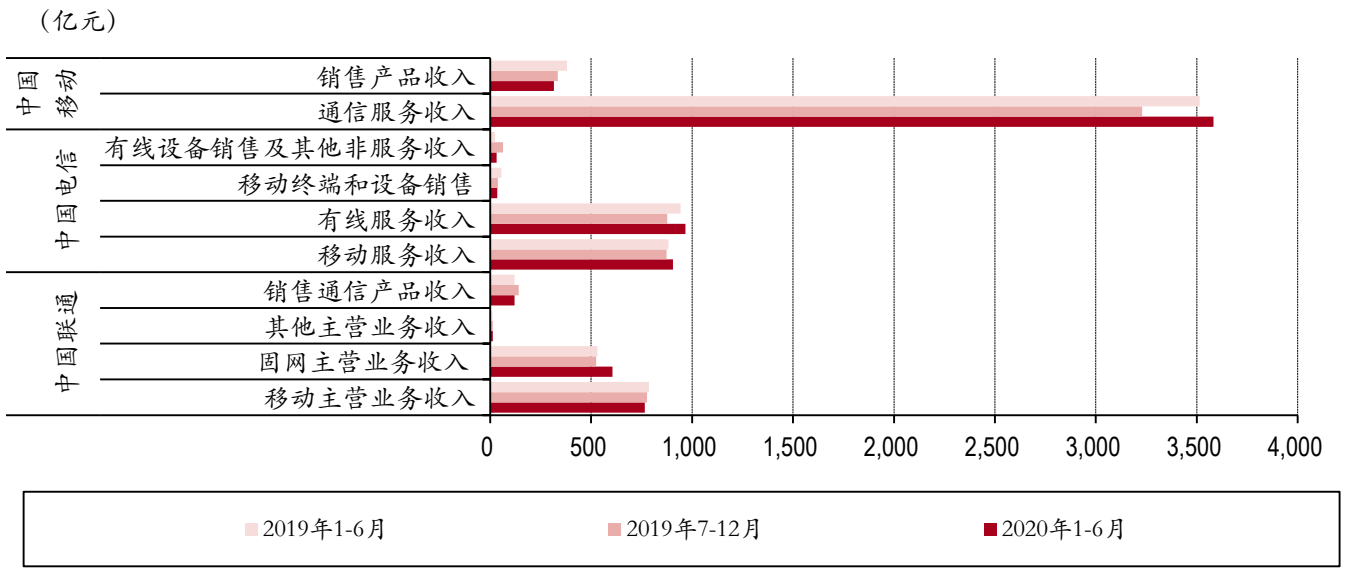
图表 3. 三大运营商营收同比增长率



资料来源：万得，中银证券

在行业与政策双重影响下，移动与固定业务增长表现出背离的态势，推动三大运营商份额再平衡。分传输方式拆解总收入，上半年运营商全行业移动业务收入 4564 亿元，同比下降 0.9%，固定业务收入 2363 亿元，同比增长 12%。中国移动的移动业务收入占比约为 73%，而固网业务占比仅为 9.3%。而中国联通的营收中，固网占比约为 50%，并且固网收入同比增长约 14%。

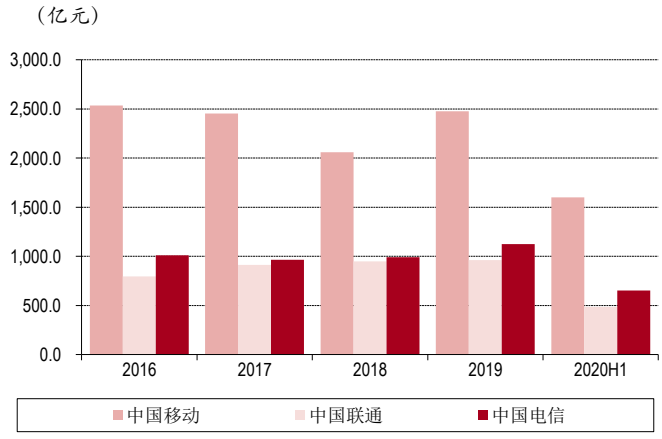
图表 4. 三大运营商 2020H1 营业收入分拆情况



资料来源：万得，中银证券

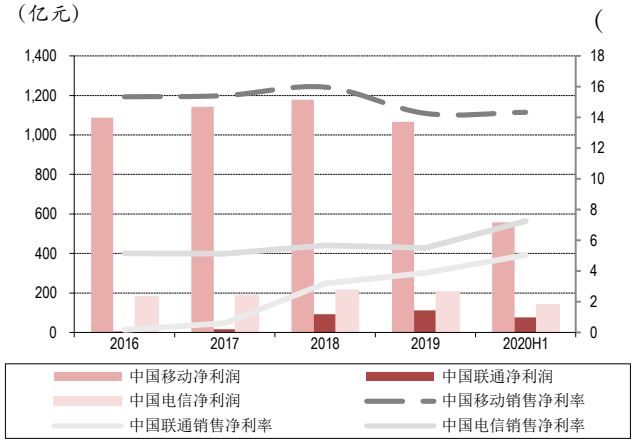
增值服务上半年增速最快，运营商去 OTT 运动初显成效。分业务板块拆解总收入，上半年运营商实现数据及互联网收入 4342 亿元，同比增长 4.32%，实现增值服务收入 903 亿元，同比增长 23.5%。为了摆脱移动互联网 OTT 带来的“管道化”危机，运营商积极开拓 IPTV、数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务，目前增值服务收入共占比 13%，比去年同期增加 1.7 个百分点。

图表 5. 三大运营商经营现金流情况



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 三大运营商净利润及利润率对比



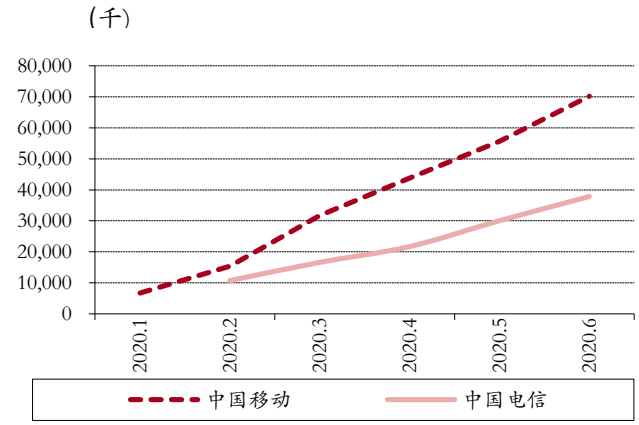
资料来源：万得，中银证券

1.2 用户数：4G 饱和，5G，物联网异军突起

截至 2020 年 6 月末，4G 用户数占移动电话总数的 80.4%，比去年二季度末占比增加了 2.8 个百分点，达到 12.83 亿户，在移动用户总数基本稳定的情况下，4G 渗透率已经达到瓶颈，手机上网用户对移动电话渗透率为 82.8%，也已经达到高位。三大运营商将业务重点放在了 5G 套餐的推广上。

中国移动的 5G 套餐用户数逐月递增，6 月相较于 1 月，用户数增长已超过十倍，达到 7000 万+。中国电信的 5G 套餐用户数约为中国移动的一半，在 6 月底达到 3784 万户，并以极高的速度增长。中国联通尚未披露 5G 用户数，但是预计到年底，三大运营商 5G 用户总数占比将超过 10%。

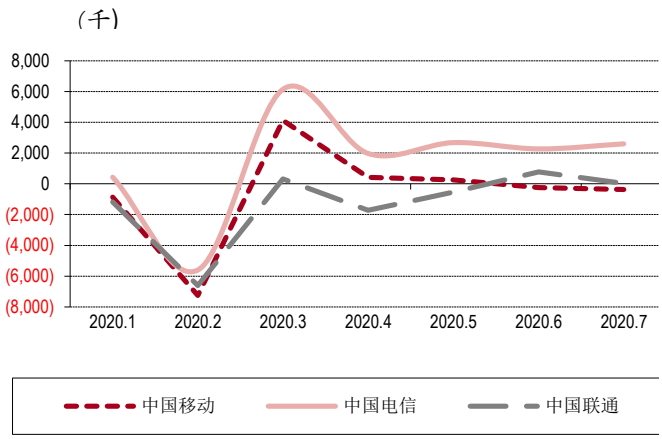
图表 7. 三大运营商 5G 累计用户数



资料来源：万得，中银证券

注：联通未公布 5G 用户数

图表 8. 三大运营商每月新增用户数



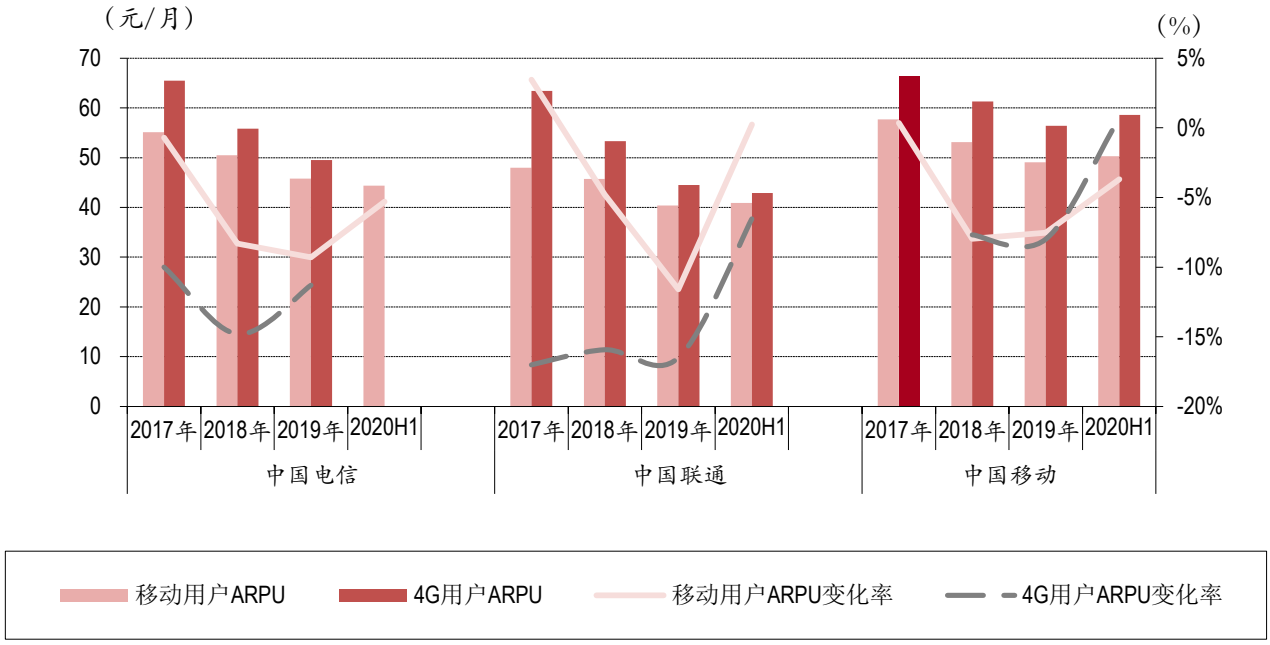
资料来源：万得，中银证券

依据移动通信网络，我国不断发展蜂窝物联网。六月末，三家基础电信企业已有 11.06 亿户蜂窝物联网终端用户，增长超 30%，比上年末净增 7812 万户。在智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端渗透率占比均为 20%左右，IPTV（网络电视）总用户数也保持了稳定增长。

1.3 ARPU 值：触底反弹，5G 有望带来更高增长

2020 上半年，中国电信移动用户 ARPU 值为 44.4，相较于去年同期减少 5.3 个百分点；中国移动用户 ARPU 值为 50.3，相较于去年同期减少了 3.7 个百分点，只有中国联通略有增加，较去年同期增长了 0.25 个百分点。

图表 9. 三大运营商 ARPU 值变化情况



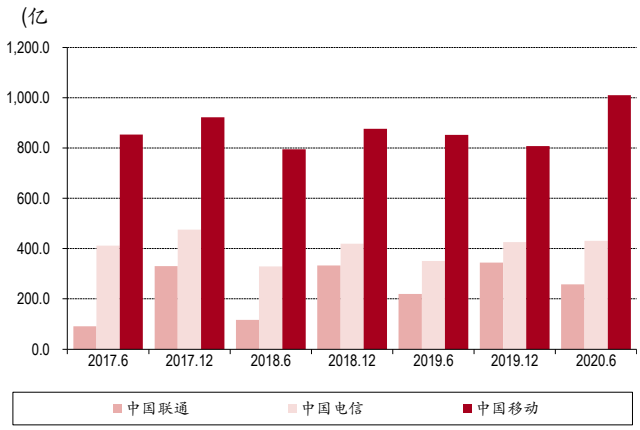
资料来源：万得，中银证券

但是电信和移动的 ARPU 值降幅收窄，三大运营商借力 5G，ARPU 增速回升态势明显。中国移动的移动用户的 ARPU 值在三大运营商中处于领先地位，其次是中国电信，再次是中国联通。三者 4G 用户的 ARPU 值均高于移动用户的 ARPU 值。5G 商用时代下，较高的资费可能会继续拉动运营商的 ARPU 值增长。

1.4 CAPEX：半年度开支增加，5G 建设如火如荼

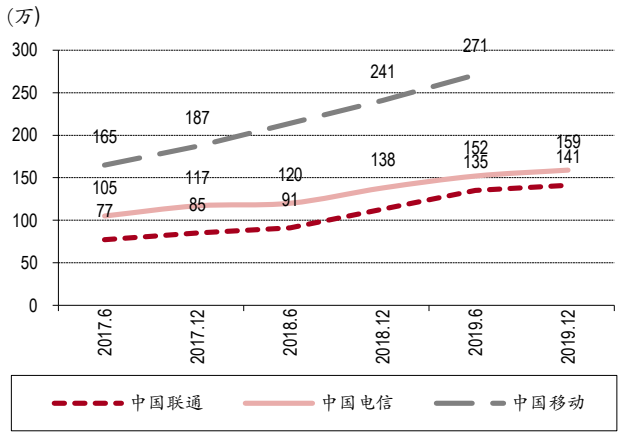
三大运营商继续以 5G 为重点,持续投入资本建设 5G。中国移动上半年完成 5G 资本开支约为 552 亿，全年计划约在 5G 投入 1050 亿。中国联通上半年完成 5G 资本开支约为 126 亿，全年计划约在 5G 投入 350 亿。中国电信上半年完成 5G 资本开支约为 201.5 亿。

图表 10. 三大运营商 CAPEX 情况（以半年为维度）



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 三大运营商 4G 基站累计建设数



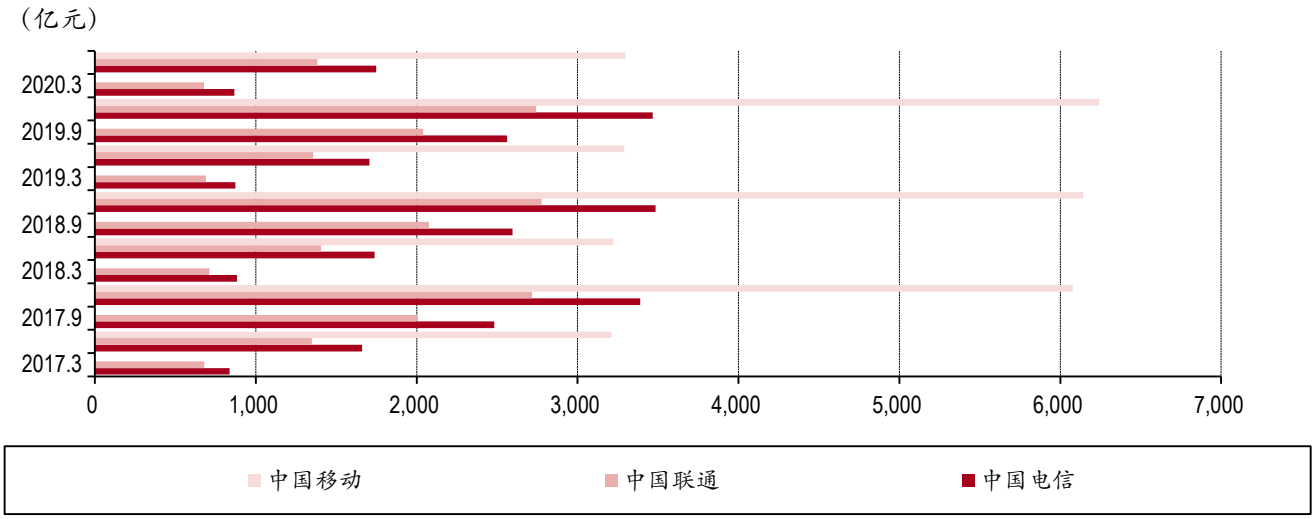
资料来源：万得，中银证券

中国移动的资本开支结构中，移动通信网和业务支撑网分别占 54.5%和 27%，预计下半年会减少这部分的支出。相应的，中国联通的资本开支集中于移动网络以及固网宽带及数据，未来继续以 5G 为重点，和中国电信保持良好的合作，并持续推广千兆接入业务。中国电信以 5G 为优秀，推动云网络云服务。

1.5 OPEX：5G 规模扩大，电费增长使得营业成本高企

三大运营商成本费用处在稳定状态，网络运行及支撑成本由于 5G 网络规模增加而造成其增长。中国移动在 6 月末发生的营业费用为 3296.81 亿元，远远高于中国电信的 1748.23 亿元以及中国联通的 1382.14 亿元。中国联通的主要成本费用来自折旧和摊销，其次主要是人力成本。网络规模的扩大带来铁塔费用的增加，进而影响了网络运行及支撑成本。中国电信也有相似的支出增加，其中铁塔使用费增加了 10.2%。中国移动的该成本达到 1087.73 亿元，。

图表 12. 三大运营商 OPEX 变化情况



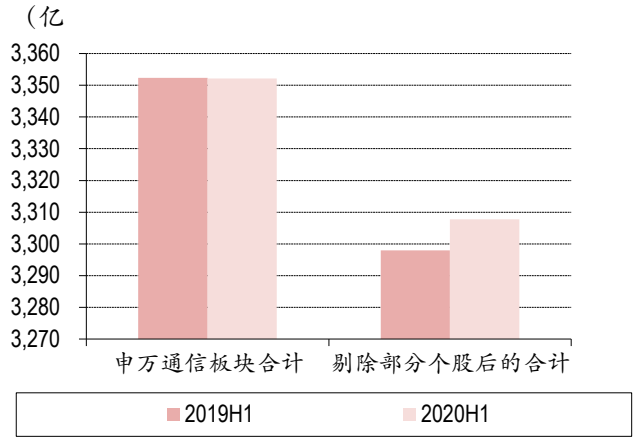
资料来源：万得，中银证券

2，流量红利方兴未艾，5G 周期上行开启

2.1 通信行业经营状况整体好转，营收增长，利润下滑，费用率下降，净利率提升

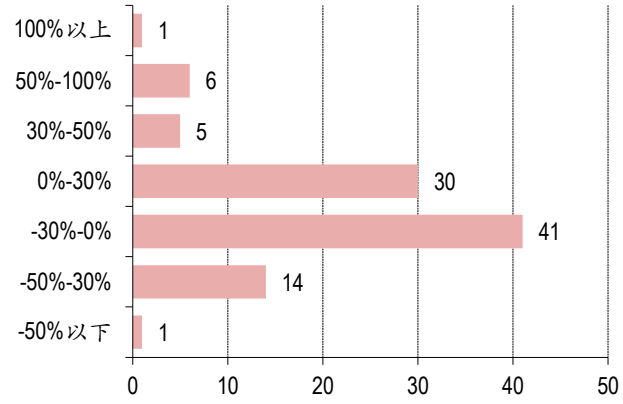
2020 年上半年通信行业的公司营业同比波动较小，利润大幅度下滑。通信行业公司 2020 年上半年营业收入共计 3352.18 亿元，与 2019 年上半年合计营业收入 3352.24 亿元相比稍有减少，剔除掉波动较大的公司，营业收入共计 3307.77 亿元，同比减少 0.3%。超过 70%的公司 2020 年上半年的营业收入同比变化在+30%~-30%范围内，42 家公司实现了同比正增长，56 家公司同比负增长。在疫情的影响下，2020 年上半年通信行业公司归母净利润共计 76.83 亿元，同比减少 20.06%，剔除掉波动较大的公司，归母净利润合计 80.30 亿元，同比减少 11.15%。35 家公司的归母净利润同比正增长，72 家公司同比负增长，仅有 2 家公司实现扭亏为盈，有 20 家公司转盈为亏。

图表 13. 2020H1 通信行业营业收入情况



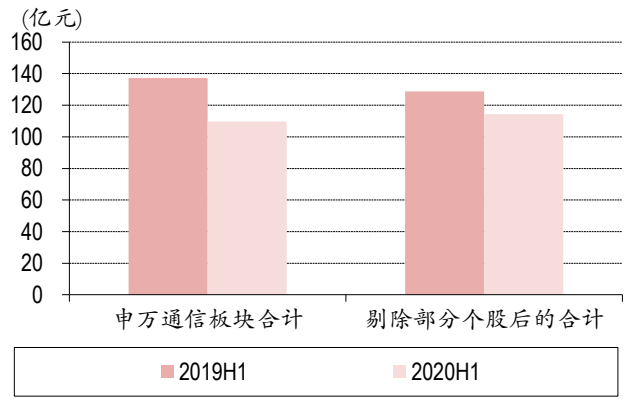
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 2020H1 通信行业营业收入增速区间公司数



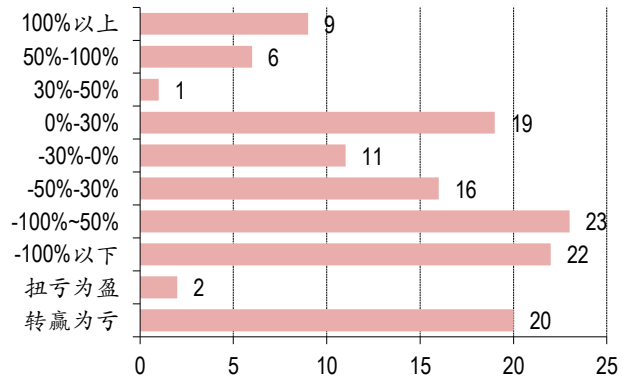
资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2020H1 通信行业归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

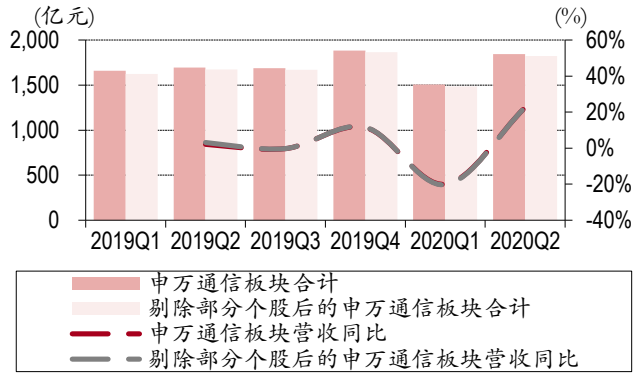
图表 16. 2020H1 通信行业归母净利润增速区间公司数



资料来源：万得，中银证券

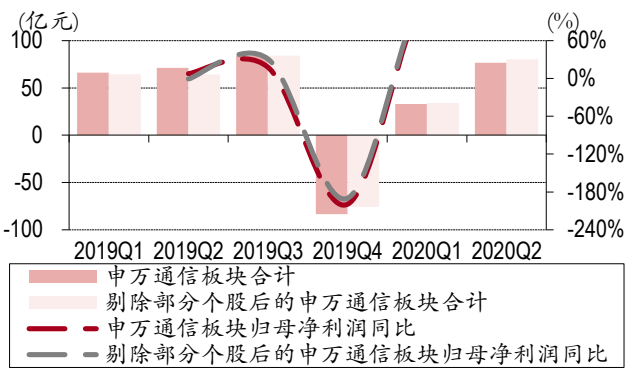
随着国内疫情的控制，复产复工的推进，通信行业公司逐步恢复生产经营。2020 年二季度通信行业营业收入共计 1846.01 亿元，环比增长 22.56%，同比增长 8.98%；归母净利润共计 76.83 亿元，环比增长 133.49%，同比增长 7.93%。剔除掉个别波动较大的公司后，2020 年二季度通信行业营业收入共计 1821.79 亿元，环比增长 22.60%，同比增长 8.80%；归母净利润共计 76.83 亿元，环比增长 135.45，同比增长 25.13%。

图表 17.通信行业季度营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

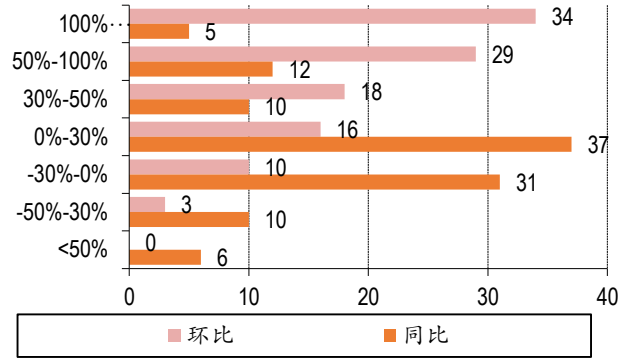
图表 18. 通信行业季度归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

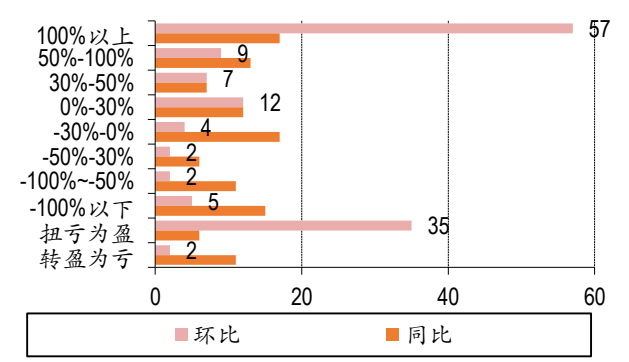
2020 年二季度较一季度经营状况普遍好转。实现营业收入环比正增长的通信行业的公司有 87 家，其中的 29 家公司环比增长超过 100%，有 35 家公司实现环比扭亏为盈，只有 2 家公司环比扭赢为亏；实现同比正增长的公司有 60 家，同比负增长的公司有 38 家，大部分公司的同比增长率集中在+30%~-30%。归母净利润上大部分公司环比都大幅度增长，同比实现扭亏为盈的有 6 家公司，同比转盈为亏的有 11 家公司。

图表 19. 2020Q2 通信行业营业收入增速区间公司数



资料来源：万得，中银证券

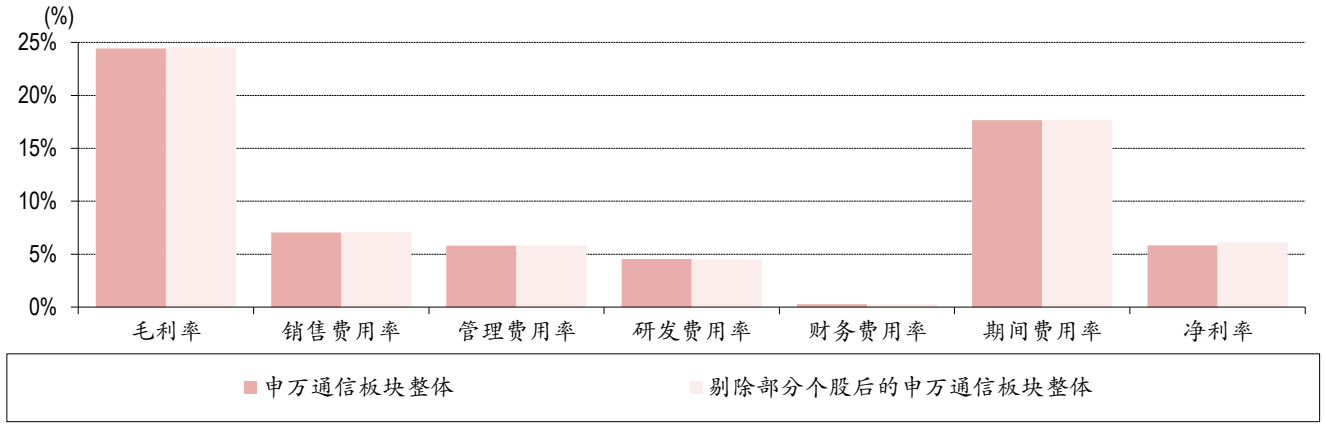
图表 20. 2020Q2 通信行业归母净利润增速区间公司数



资料来源：万得，中银证券

2020 年二季度通信行业的公司对于费用的控制能力有所提高，费用率减少，净利率增加。通信板块毛利润共计 451.10 亿元，整体毛利率 24.44%，环比下降 8.94%，同比下降 7.55%，期间费用共计 325.94 亿元，期间费用率 17.66%，净利润共计 107.81 亿元，净利率 5.84%，环比增加 79.68%，同比增加 8.71%。剔除掉个别波动较大的公司后，毛利润共计 447.18 亿元，整体毛利率 24.55%，环比下降 8.77%，同比下降 7.29%，期间费用共计 322.31 亿元，期间费用率 17.69%，净利润共计 111.28 亿元，净利率 6.11%，环比增加 80.96%，同比增加 21.78%。

图表 21. 2020Q2 通信行业利润率及费用率

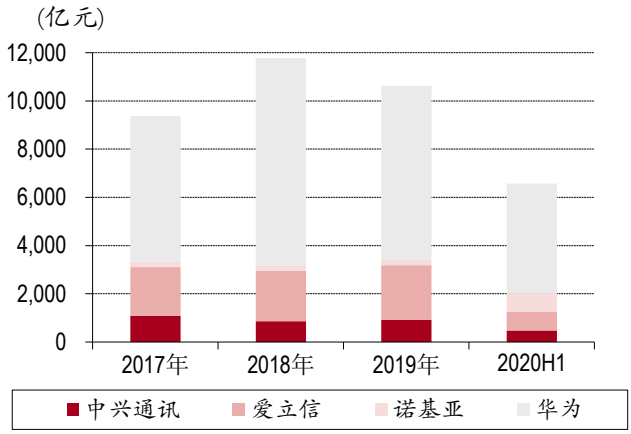


资料来源：万得，中银证券

2.2 设备商营业收入和净利润总体增长，5G 落地商用

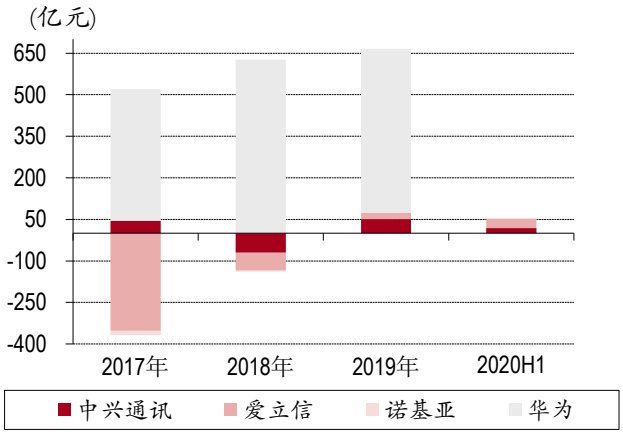
随着 5G 的落地与商用推进，2020 年上半年设备商的合计营业收入同比上升，净利润同比扭亏为盈。四大设备商 2020 年上半年共实现营业收入 6573.59 亿元，同比增长 8.74%，其中中兴通信 471.99 亿元，同比增长 5.81%，爱立信 421.78 亿元，同比增长 1.55%，诺基亚 789.02 亿元，同比减少 4.42%，华为 4540 亿元，同比增长 13.13%。2020H1 中兴通信实现归母净利润 18.57 亿元，同比增长 26.29%，爱立信归母净利润为 33.81 亿元，同比增长 14.88%，诺基亚归母净利润-1.83 亿元，亏损较 2019 年上半年大幅收窄。

图表 22. 四大设备商年度营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

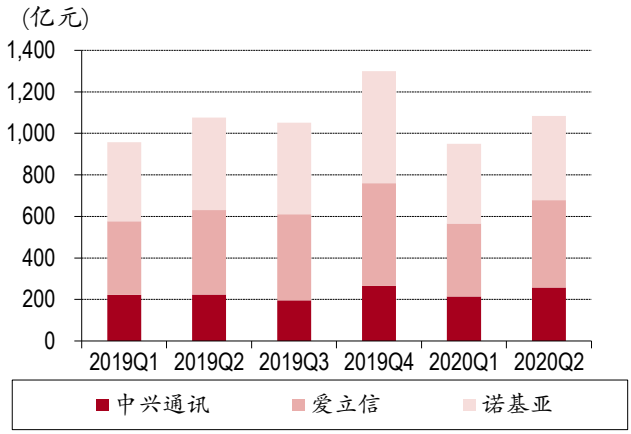
图表 23. 四大设备商年度归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

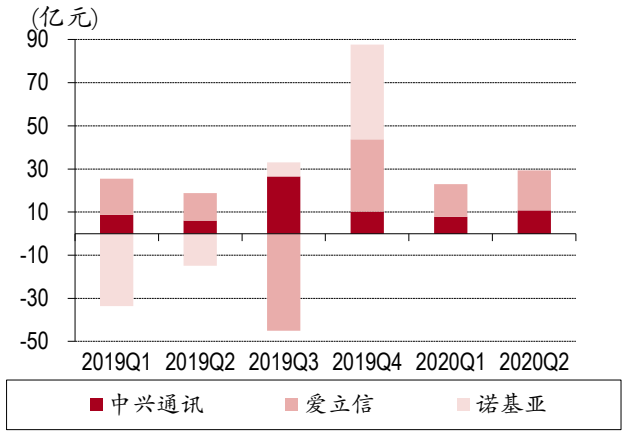
从季度角度看，2020Q1 受疫情影响，设备商营收总体减少，随着疫情的控制与企业的生产恢复，2020Q2 设备商营收总体增长。统计已上市的三家设备商逐季度营收及净利润情况，中兴通讯营收 2020Q1 同比减少 3.23%，2020Q2 同比增长 14.76%，爱立信营收 2020Q1 同比减少 1.04%，2020Q2 同比增长 3.80%，诺基亚营收 2020Q1 同比增加 0.84%，2020Q2 同比减少 8.93%。归母净利润方面，设备商 2020Q2 整体同比增长。

图表 24 三大设备商季度营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 三大设备商季度归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

四大设备商稳步推进 5G 进程，华为和中兴通讯的海外市场扩张受冲击。截至 2020 年 7 月，爱立信公开的 5G 合同数量达到 95 个，超过华为公开的 5G 合同数量 91 个（其中欧洲 47 个，亚洲 27 个，其他地区 17 个），诺基亚累计披露 70 个 5G 体，中兴通讯已披露 46 个 5G 合同。截至 2020 年 2 月，华为已发货 60 万台基站，中兴通讯已发货 20 万台基站。2020 年 6 月 30 日，美国正式将华为和中兴通讯列为“国家安全威胁”，禁止美国购买这两家公司的设备和产品。7 月 14 日，英国正式宣布停止在 5G 建设中使用华为设备。不过，欧洲地区的德国和捷克都明确表示愿意和华为继续展开 5G 合作。

图表 26. 设备商全球 5G 合同披露情况

名称	2019 年 6 月	2019 年 8 月	2019 年 9 月	2019 年 10 月	2019 年 11 月	2020 年 2 月	2020 年 3 月	2020 年 5 月	2020 年 6 月	2020 年 7 月
华为	46	—	50	61	65	91	—	—	—	—
爱立信	22	23	—	29	—	81	86	—	91	95
诺基亚	42	—	—	—	50	63	66	70	—	—
中兴通讯	25	45	—	—	35	—	46	—	—	—

注：“—”代表当月未更新披露

资料来源：万得，中银证券

图表 27. 设备商全球 5G 基站发货情况

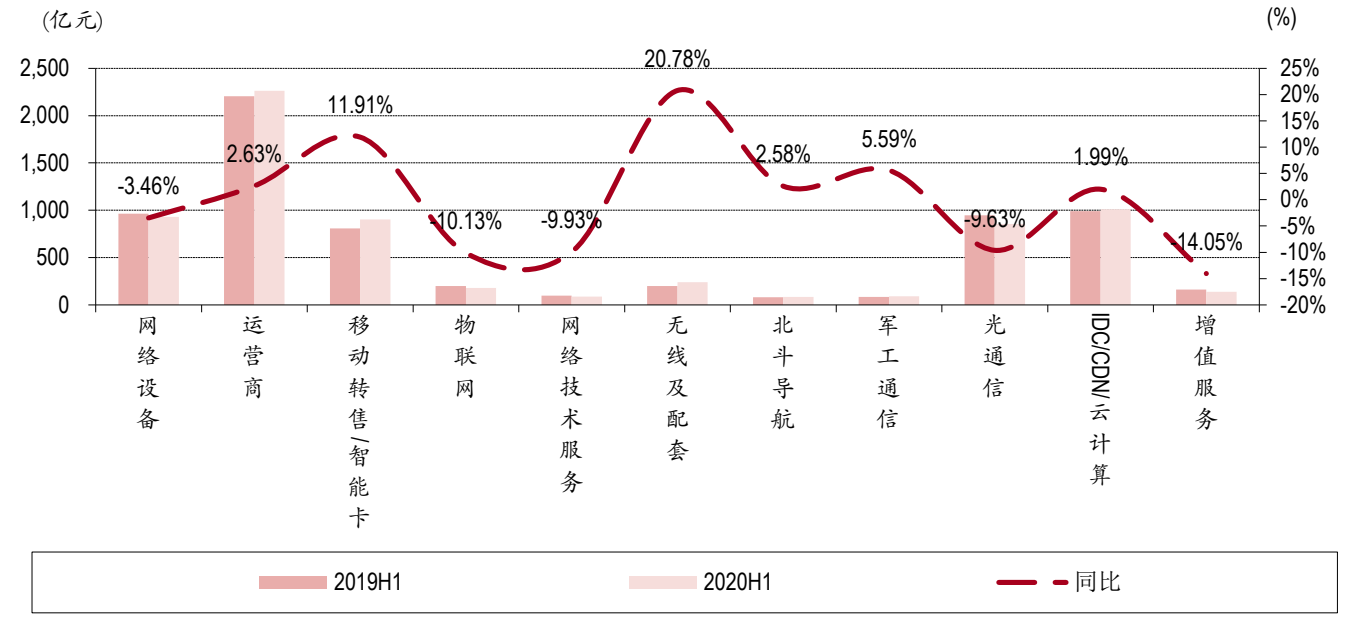
名称	基站发货量（万）	补充
华为	60+	2020 年预计基站供应量 150 万个
爱立信	40+	无
诺基亚	30+	与 120 多家公司签订无线专网合同，有 1427 个 5G 标准必要专利
中兴通讯	20+	与全球 70 多家运营商进行 5G 合作，有 2561 个 ETSI 5G 标准必要专利

资料来源：万得，中银证券

2.3 子行业营业收入普遍改善，归母净利润有所下滑

在营业收入方面，2020 年上半年通信行业中表现较好的子板块是无线及配套、移动转售/智能卡、军工通信。共有 6 个子行业营业收入呈现正增长。营业收入增速前三分别是无线及配套（240.67 亿元，同比增加 20.78%）、移动转售/智能卡（902.45 亿元，同比增加 11.91%）、军工通信（89.57 亿元，同比增加 5.59%）。营业收入增速后三分别是增值服务（137.56 亿元，同比减少 14.05%）、物联网（178.29 亿元，同比减少 10.13%）、网络技术（87.20 亿元，同比减少 9.93%）。

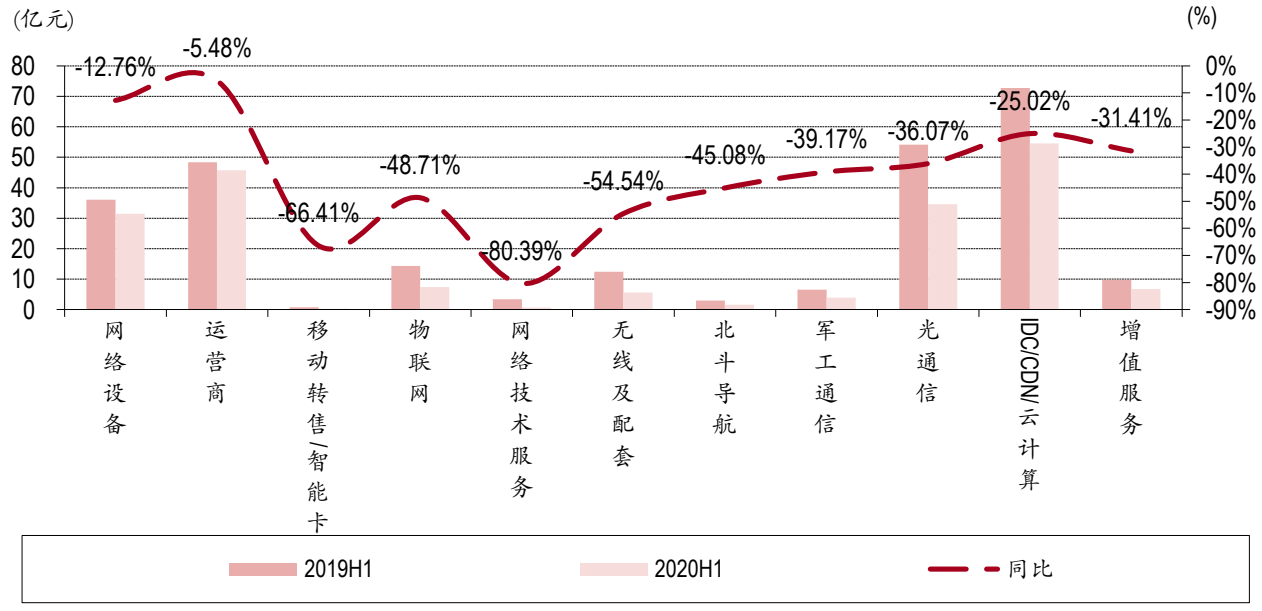
图表 28. 通信子版块 2020H1 营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

在归母净利润方面，2020 上半年通信行业的子版块均为负增长。利润下滑相对较少的前三分别是运营商（45.73 亿元，同比减少 5.48%）、网络设备（31.43 亿元，同比减少 12.76%）、IDC/CDN 云计算（54.52 亿元，同比减少 25.02%）。利润下滑最多的三个子板块分别是网络技术服务（0.67 亿元，同比减少 80.39%）、移动转售/智能卡（0.26 亿元，同比减少 66.41%）、无线及配套（5.63 亿元，同比减少 54.54%）。

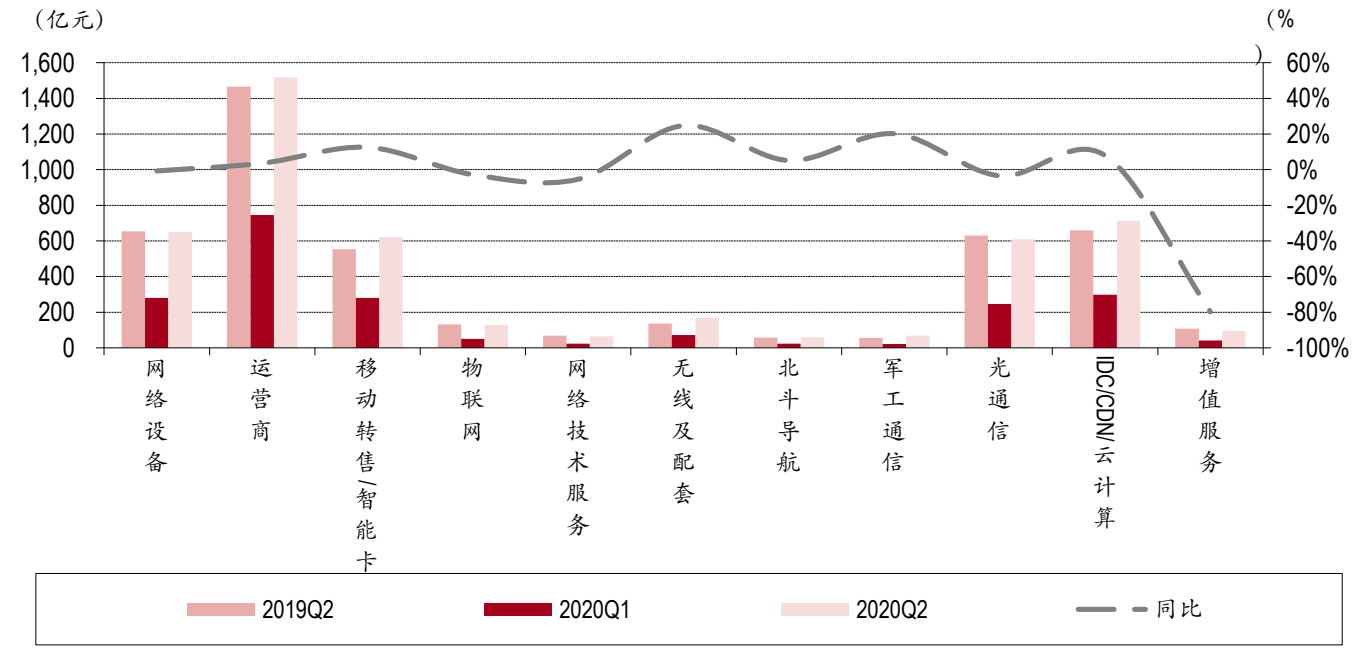
图表 29. 通信子版块 2020H1 归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

2020 年二季度通信行业子版块基本恢复正常生产经营。所有版块的营业收入都环比大幅度正增长，6 个子版块实现营业收入同比正增长，同比增速前三分别是无线及配套(169.32 亿元，同比增长 24.74%，环比增长 137.31%)、移动转售/智能卡（622.29 亿元，同比增长 12.55%，环比增长 122,12%）、IDC/CDN/云计算（712.48 亿元，同比增长 7.96%，环比增长 139.40%），同比增速后三分别是网络技术（63.73 亿元，同比减少 5.35%，环比增加 171.45%)、光通信(609.08 亿元，同比减少 3.47%，环比增加 147.41%)、物联网（128.13 亿元，同比减少 2.78%，环比增加 155.42%）。

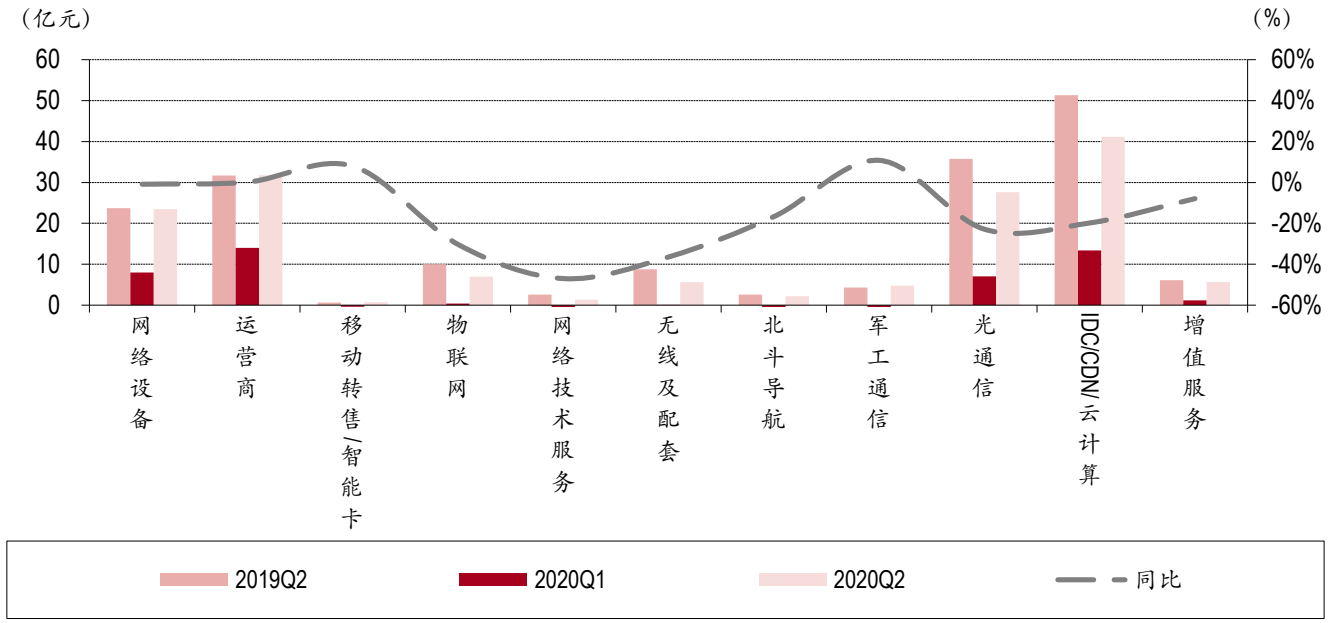
图表 30. 通信子版块 2020Q2 营业收入情况



资料来源：万得，中银证券

在归母净利润方面，2020 年二季度通信行业子版块相较一季度有所改善。有 3 个子版块实现同比正增长，分别是军工通信(27.60 亿元，同比增长 10.81%)、移动转售/智能卡(0.66 亿元，同比增长 7.89%)、运营商（31.77 亿元，同比增长 0.17%）。表现后三位的子版块分别是网络技术（1.35 亿元，同比减少 47.02%）、无线及配套（5.59 亿元，同比减少 36.45%）、物联网（6.97 亿元，同比减少 30.31%）。

图表 31. 通信子版块 2020Q2 归母净利润情况



资料来源：万得，中银证券

3，四季度展望：一手抓流量，一手抓应用，两手都要“硬”

对于 5G 建设与应用进度预期的分歧，造成了 2020 年 Q2 通信行业低配。大量机构减仓通信行业发生在 5.15 华为事件之后，与市场不同，我们中美摩擦导致华为被制裁只是导火索，主因依然是预期分歧造成的自然回落。回顾历史数据，我们观测到，通信行业的机构配置比，往往在每一轮牌照发放后半年至一年内达到第一个小高峰，这是机构第一轮配置的高点。

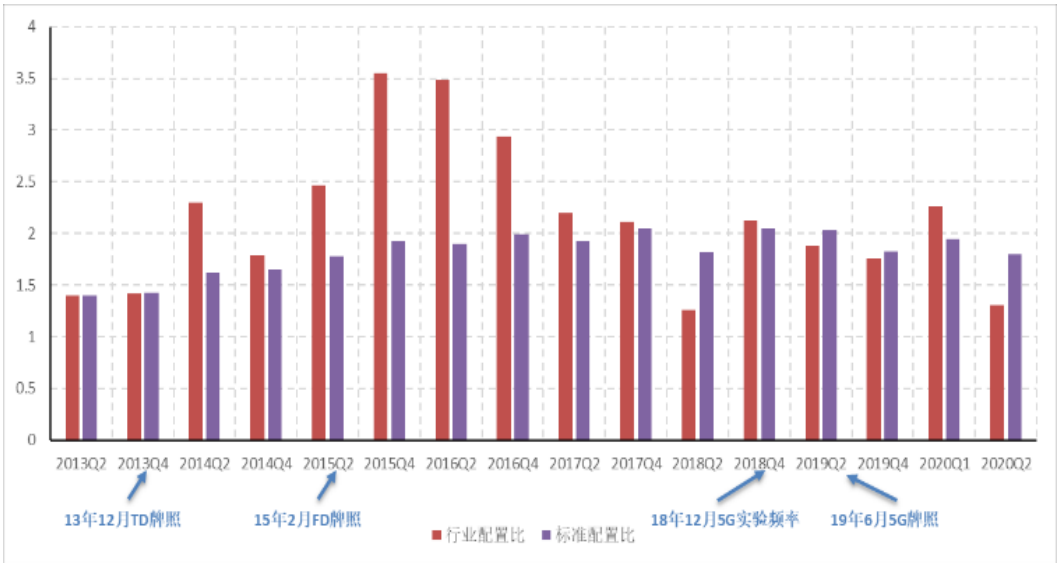
图表 32. 通信子版块 2020Q2 归母净利润情况

名称	Q2持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	Q1持股总量(万股)	增持比例	Q2涨跌幅（%）	持股占流通股比(%)
移远通信	31.94	31.84	0.10		53.83	1.19
剑桥科技	63.10	61.85	1.25		28.58	0.56
广和通	39.20	37.55	1.65		64.69	0.31
七一二	2199.88	2070.92	128.96		60.43	6.00
映翰通	1.29	0.84	0.45	189%	16.91	0.11
新易盛	3998.47	2237.57	1760.90	127%	51.87	16.71
光迅科技	791.27	412.78	378.48	109%	4.62	1.20
亿联网络	4458.42	2194.36	2264.06	97%	26.79	9.32
博创科技	142.25	59.60	82.65	72%	28.51	1.24
中际旭创	565.67	203.12	362.55	56%	17.21	1.42
有方科技	1.28	0.28	1.00	28%	8.68	0.07
太辰光	521.80	12.12	509.67	2%	-9.67	2.71
天孚通信	1646.58	-153.64	1800.22	-9%	53.99	9.35
大富科技	33.00	-4.11	37.11	-11%	-11.91	0.05
星网锐捷	1344.44	-447.14	1791.58	-25%	-3.73	2.40
中天科技	11917.02	-6181.53	18098.55	-34%	19.15	3.89
中兴通讯	28936.27	-17520.6	46456.87	-38%	-6.24	8.32
亨通光电	1166.88	-1002.07	2168.95	-46%	1.91	0.63
网宿科技	394.27	-513.95	908.22	-57%	9.27	0.18
光环新网	1617.55	-4805.66	6423.21	-75%	9.02	1.08
移为通信	31.50	-104.95	136.45	-77%	22.84	0.18
烽火通信	518.89	-1967.12	2486.01	-79%	-12.50	0.47
杰赛科技	22.50	-193.75	216.25	-90%	-6.80	0.04
中国联通	1555.80	-21604	23159.80	-93%	-6.14	0.07
平治信息	0.75	-433.11	433.86	-100%	-6.27	0.01

资料来源：万得，中银证券

当前位置是 5G 机构配置的第二浪尾声，给与高增长的优秀公司高配置、高估值的第三浪的开端。高点之后必有回落，但是配置比的还会有第二轮上升，发生在业绩验证阶段，此时机构超配通信的比例会大幅超过前高，并推动行业估值水平进一步提升。所以在过去的 1 年多的时间里，通信是在炒 5G 预期、拔估值，选股逻辑是看 5G 基站变化及价值构成。从现在开始，5G 带给通信两条新主线：

图表 33. 通信行业机构持仓配置比



资料来源：万得，中银证券

1，5G 上行周期看业绩说话，业绩的流量弹性更大。产业链上各个公司正式进入利润上行周期，流量上行周期也会马上开启。一是要景气度高企、业绩持续超预期的板块（如光模块行业），另一个是业绩预期实现、确定性加强的行业（如 IDC 行业），前者是分子逻辑，后者是分母逻辑。

2，关注 5G 应用新格局，挖掘新的硬件产业链。5G 进入应用时代，R16 标准冻结，年底预期国内会有 1.8 亿部 5G 手机保有量，5G 套餐用户数今年很可能超预期。一 是运营商和互联网大厂利益的重新划分，产业链会发生巨变。二是 5G 改变社会，内核是科技改变社会，未来最大的机会在产业互联网，也就是 5G+，是线上向线下的映射。

图表 34. 5G 应用落地方向

交通 | eMBB, uRLLC, MEC	**能源** | eMBB, uRLLC, eMTC, 切片	**视频娱乐** | eMBB, uRLLC, MEC
分级决策控制 远程驾驶 网联无人机	差动保护 电力应急 通信保障	VR/AR 4K/8K 高清视频 云游戏
工业 | uRLLC, eMTC, 切片,MEC	**智慧城市** | eMBB, eMTC	**医疗** | uRLLC, eMTC, 切片,MEC
质量检测 AR设备点检 机器人巡检 AGV搬运机器人	安防监控 环境（空气质量）检测 物流配送	医疗远程操控 医疗监测 医疗高清视频
农业 | eMBB, uRLLC, eMTC	**金融** | uRLLC, eMTC	**教育** | eMBB
无人机巡检 无人机植保 智能灌溉	移动支付 数字生态银行	移动式远程互动教学 沉浸式虚拟创新教学 智慧平安校园

资料来源：信通院，中银国际证券

基于上文分析，建议关注高景气度、高增长的光模块行业和 IDC 行业，以及最先落地并可能形成较好商业模式的 5G 应用，建议关注车联网行业。

催化剂。运营商新一轮主设备集采开启在即，华为事件即将靴子落地。

风险提示。中美摩擦加剧对行业造成更大打击的风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371