东兴证券 DONGXING SECURITIES

5G发牌一周年，运营商表现如何？

2020 年 08 月 25 日

看好/维持

通信 | 行业报告

事件：三大运营商于近期陆续发布 2020 年半年度报告。其中，中国移动 20H1 营业收入 3899 亿元（YoY +0.1%），归母净利润 558 亿元（YoY -0.5%），自由现金流 590 亿元（YoY +44.1%）。中国联通 2020H1 营收 1504 亿元（YoY +3.8%），归母净利润 33 亿元（YoY +10.9%），自由现金流 229 亿元（YoY +44.5%）；中国电信 2020H1 营收 1938 亿元（YoY +1.7%），归母净利润 139 亿元（YoY +0.3%），自由现金流 95 亿元（YoY - 48.1%）。

电信实现携号转网用户净流入，ARPU 值回暖迹象初现。携号转网政策发布后，运营商内部用户数发生结构性调整，2020 年内，中国移动的移动用户总数净流出 390.2 万，中国联通移动用户总数净流出 892 万，中国电信实现净流入 1050 万。2020H1，中国移动与中国联通的移动 ARPU 值环比增速回正。5G 方面，目前电信移动 5G 渗透率约为 10%，对比 4G 近 80%的渗透率，提升空间巨大。随着 5G 基础设施建设推进，网络覆盖逐步增强，5G 用户数不断扩大，运营商移动 ARPU 值有望进一步提升。

移动小幅上调全年 5G 资本开支指引，SA 商用后基站建设有望加速。8 月，中国移动上调 5G 资本开支指引 2.8%至 1050 亿，其它两家运营商 5G 资本开支均保持不变，2020 年 5G 资本开支计划合计 1853 亿，为 2019 年的 4.5 倍。以上半年完成情况来看，三大运营商均有近半 5G 资本开支计划未完成。截止至 2020H1，中国移动累计开通超过 35 万个 5G 基站，电联通过共建共享，累计开通 5G 基站超 21 万个。移动上调全年新建 5G 基站计划至 30 万站。我们认为，今年新增 5G 基站数有望超过 65 万，随着 SA 在 4 季度完成商用，国内 5G 建设将进一步加快。

运营商聚焦业务转型，IDC&云和物联网为重点突破领域。其中，**IDC&云业务快速增长，运营商仍主导中国 IDC 市场。**2020H1，中国电信 IDC 业务收入 145 亿元（YoY +12%），中国联通 IDC 收入 100.7 亿元（YoY + 22.2%），中国移动实现收入 92.9 亿元（YoY +47.4%）。移动作为追赶者，收入增速保持 45%以上水平，迅速与中国联通在 IDC 收入方面持平。云计算将成为运营商云化转型重点攻克领域。2020H1 中国移动、中国电信、中国联通云计算分别实现收入 44.57 亿元（YoY +556.4%）、66.8 亿元（YoY +33%）、20 亿元（YoY +81.8%）。物联网连接数量保持高速增长，成为业务转型重要引擎。

三大运营商积极布局垂直产业，有序推进工业互联网试点。目前，中国移动深耕 15 个细分行业，已积累 100 个集团级龙头示范项目，中国联通已在工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、 新媒体、能源、矿山等领域打造多个 5G 灯塔项目，成功实现了 5G 商业化落地。中国电信已积累超过 1100 个 5G 工业应用项目，300 余个案例。GSMA 预计到 2030 年，对运营商而言，通过 5G 赋能的全球垂直行业市场规模总量将达到近 7000 亿美元。

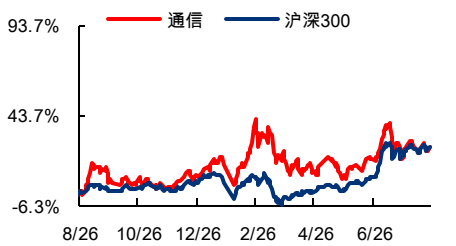
风险提示：中美贸易战加剧，5G 进展不及预期，宏观经济下行。

未来 3-6 个月行业大事：

无。

行业基本资料		占比%
股票家数	65	2.35%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	10511.58	1.6%
流通市值(亿元)	7960.68	1.54%
行业平均市盈率	109.66	/
市场平均市盈率	17.80	/

行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：刘慧影
010-66554130 liuhy_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480519040002

分析师：李娜
010-66554020 lina_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520070002

研究助理：李美贤
010-66554021 limx_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S148011806001

目 录

1. 5G 大规模建设前夜，三大运营商业绩表现不一 4
1.1 经营数据：电信实现携号转网用户净流入，ARPU 值回暖迹象初现 6
1.1.1 移动用户数量：移动用户总数接近饱和，携号转网后三大运营商内部结构性调整 6
1.1.2 固网用户：中国移动固网用户增速放缓 7
1.1.3 ARPU：提速降费影响放缓，ARPU 值回复平稳态势 7
1.1.4 DOU：DOU 持续增长，移动手机流量增速出现下滑态势 8
2. 产业数字化开启新增长点 8
2.1 IDC/云计算为运营商重点突破方向，业务快速增长 9
2.2 物联网业务将成为运营商业务转型另一引擎 10
3. 5G 基站建设稳步推进，工业蓝海值得期待 11
3.1 全年 5G 资本开支小幅上调，SA 商用后建设有望加速 11
3.2 积极寻求业务转型，垂直产业渗透加速 12
风险提示 13
相关报告汇总 14

插图目录

图 1： 三大运营商移动用户数据总计（亿） 6
图 2： 三大运营商当月新增移动用户数环比增速 6
图 3： 三大运营商当月新增 4G 用户数环比增速 6
图 4： 三大运营商当月新增固网用户数 7
图 5： 三大运营商当月新增固网用户数环比增速 7
图 6： 三大运营商移动 ARPU 7
图 7： 三大运营商固网 ARPU 7
图 8： 三大运营商移动 DOU（人/月/GB） 8
图 9： 运营商手机上网流量环比增速 8
图 10： 三大运营商产业数字化收入及同比增速 8
图 11： 三大运营商 IDC 收入（亿元） 9
图 12： 三大运营商 IDC 收入同比增速 9
图 13： 三大运营商云计算收入（亿元） 9
图 14： 运营商云计算同比增速 9
图 15： 三大运营商物联网收入（亿元） 10
图 16： 三大运营商物联网收入同比增速 10
图 17： 运营商物联网连接数量（亿） 10
图 18： 运营商物联网连接数量同比增速 10

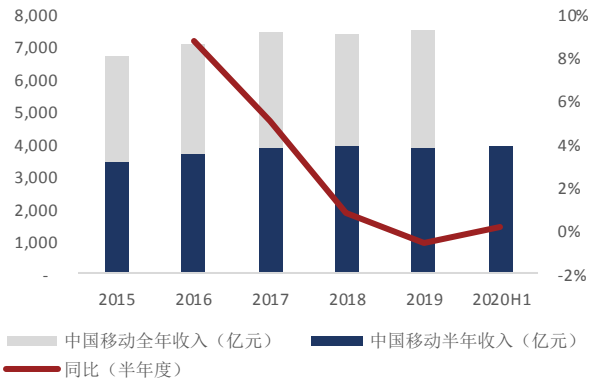
表格目录

表 1： 三大运营商全年 5G 资本开支计划还剩近半 11
表 2： 三大运营商 5G 基站开通情况 11

1. 5G 大规模建设前夜，三大运营商业绩表现不一

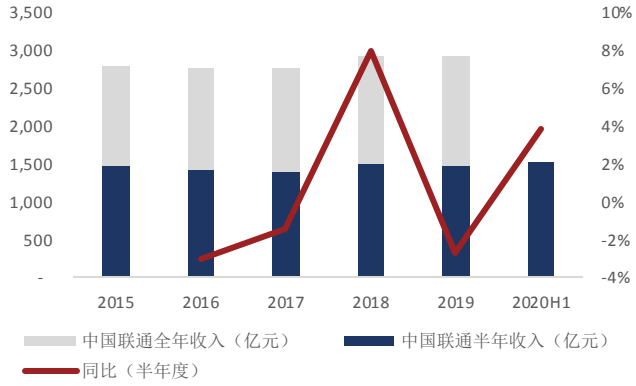
4G 尾声 5G 开端，20H1 移动联通增长稳中有进。近日，三大运营商陆续发布 2020 年半年度报告。从收入来看，中国移动上半年营业收入 3899 亿元，收入规模依旧为三大运营商之首，同比增长 0.1%；中国联通上半年营收 1504 亿元，同比增长 3.8%；中国电信上半年营收 1938 亿元，同比增长 1.7%。归母净利润方面，中国移动上半年归母净利润 558 亿元，同比下降 0.5%；中国联通上半年归母净利润 33 亿，同比增长 10.9%；中国电信上半年归母净利润 139 亿元，同比增长 0.3%。自由现金流方面，中国移动上半年自由现金流 590 亿元，同比增长 44.1%；中国联通上半年自由现金流 229 亿元，同比增长 44.5%；中国电信上半年自由现金流 94.95 亿元，同比减少 48.1%。**5G 建设资本开支投入较大，充足的现金流是后续大规模建设的基础，运营商中移动和联通的现金流均保持较好的增长。**

图 1：中国移动近 5 年收入情况



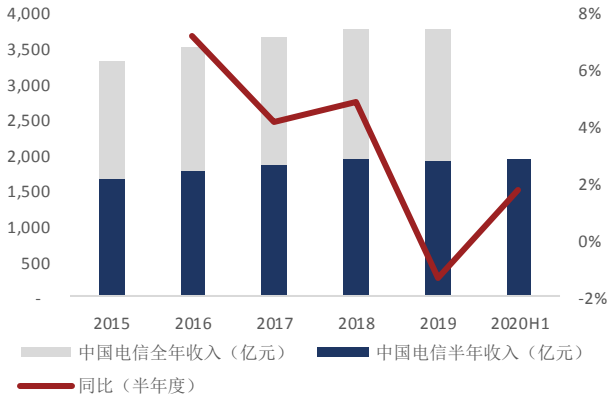
资料来源：中国移动，东兴证券研究所

图 2：中国联通近 5 年收入情况



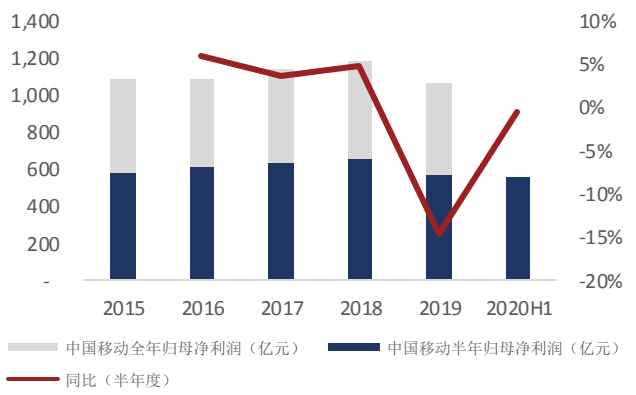
资料来源：中国联通，东兴证券研究所

图 3：中国电信近 5 年收入情况



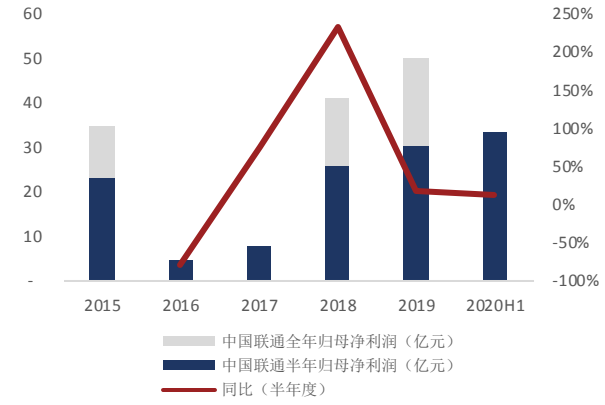
资料来源：中国电信，东兴证券研究所

图 4：中国移动近 5 年归母净利润情况



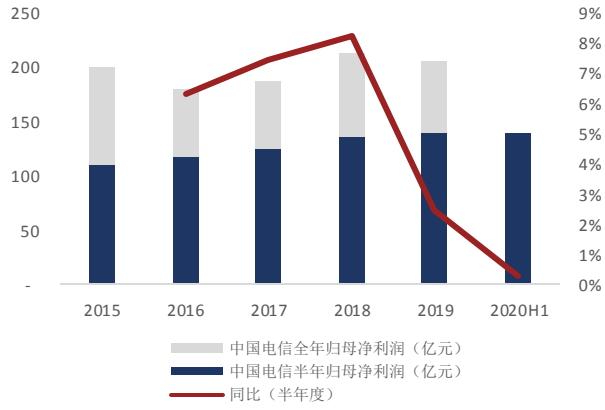
资料来源：中国移动，东兴证券研究所

图 5：中国联通近 5 年归母净利润情况



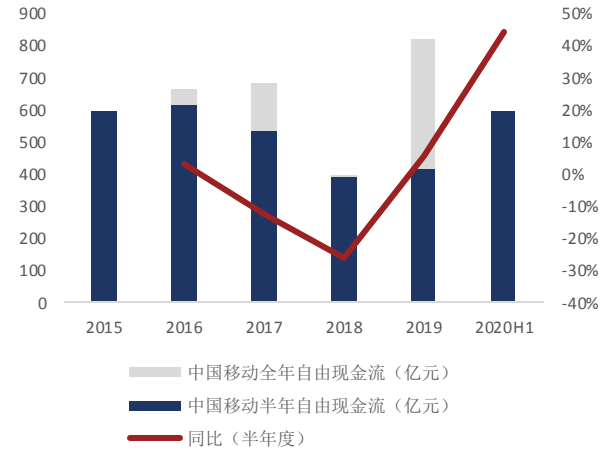
资料来源：中国联通，东兴证券研究所

图 6：中国电信近 5 年归母净利润情况



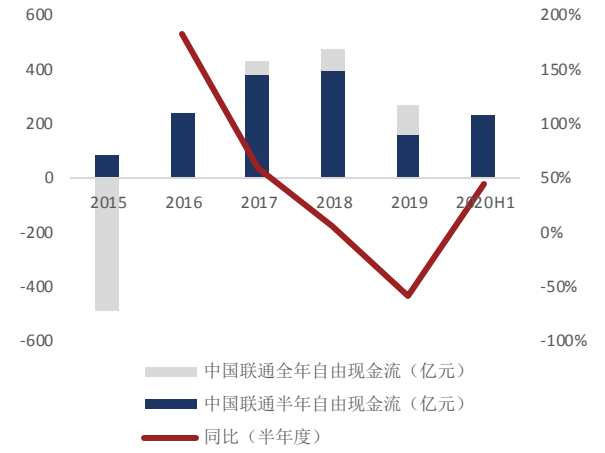
资料来源：中国电信，东兴证券研究所

图 7：中国移动近 5 年自由现金流变化



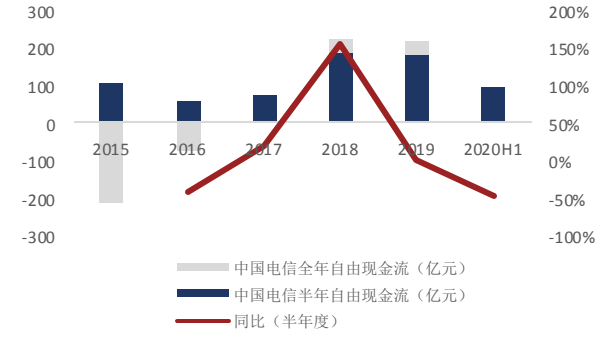
资料来源：中国移动，东兴证券研究所

图 8：中国联通近 5 年自由现金流变化



资料来源：中国联通，东兴证券研究所

图 9：中国电信近 5 年自由现金流变化



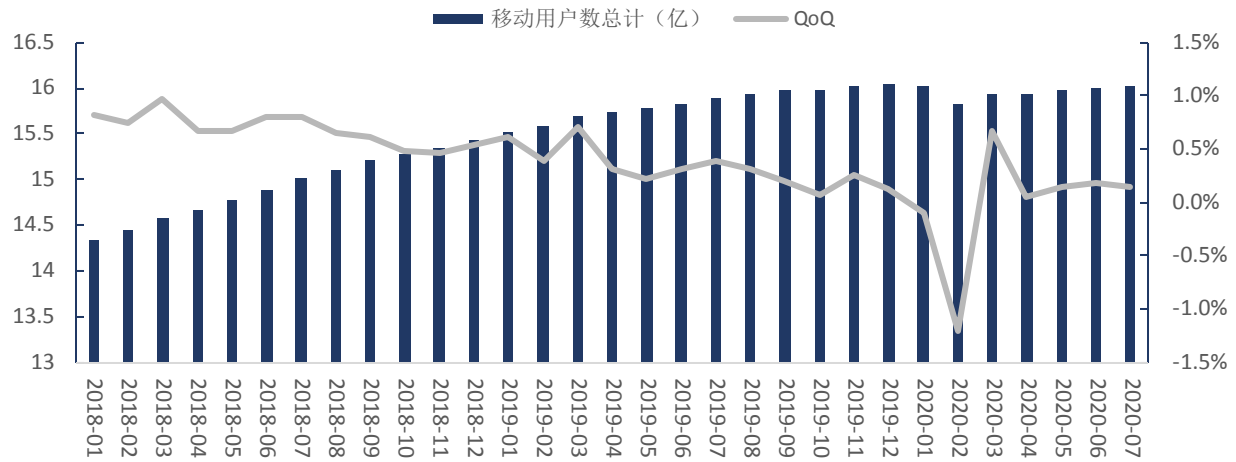
资料来源：中国电信，东兴证券研究所

1.1 经营数据：电信实现携号转网用户净流入，ARPU 值回暖迹象初现

1.1.1 移动用户数量：移动用户总数接近饱和，携号转网后三大运营商内部结构性调整

移动用户总量接近饱和，携号转网后用户数增速振幅加大。截止 2020 年 7 月，三大运营商移动用户数总计 16.02 亿，同比增长 0.14%。叠加 2/3G 退网影响，移动用户总数增长趋缓，2019 年 12 月移动用户总量达到峰值 16.04 亿，2019 年 11 月工信部发布《携号转网服务管理规定》后，移动用户总数增速振幅加大，2020 年 2 月出明显负增长后整体数量维持在 16 亿左右。

图1：三大运营商移动用户数据总计（亿）



资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

三大运营商移动用户人数出现结构性调整，中国电信实现携号转网净流入。携号转网政策发布后，运营商内部用户人数发生结构性调整，2020 年内，中国移动移动用户总数净流出 390.2 万，中国联通移动用户总数净流出 892 万，中国电信实现净流入 1050 万，预计携号转网将持续影响运营商移动用户人数结构。4G 渗透率见顶，用户增速放缓。2020 年内中国移动 4G 用户数净增加 566.9 万，中国联通 4G 用户数净增加 863.4 万，预计未来 4G 用户也将面临存量客户结构调整。

图2：三大运营商当月新增移动用户数环比增速

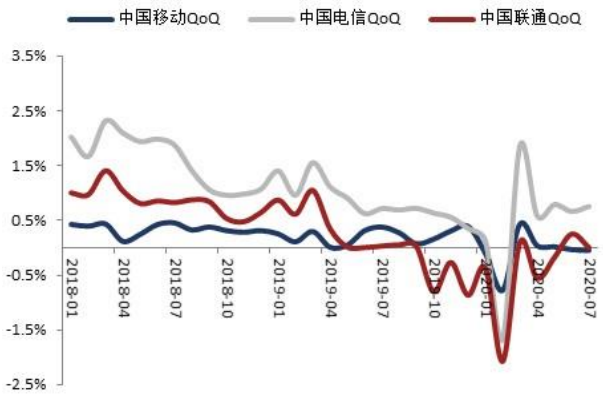


图3：三大运营商当月新增 4G 用户数环比增速



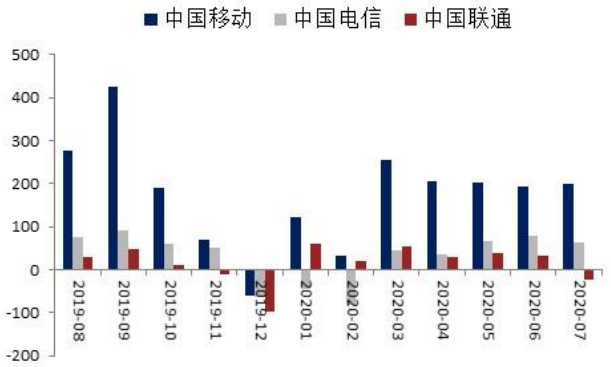
资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

1.1.2 固网用户：中国移动固网用户增速放缓

移动固网用户增速放缓，电信联通维持小幅增长。移动固网用户扩张经历快速增长期，2017 年 1 月，中国移动固网用户超越中国联通；2018 年 9 月，中国移动固网用户数超越中国电信。目前整体增长趋势放缓。

图4：三大运营商当月新增固网用户数



资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

图5：三大运营商当月新增固网用户数环比增速

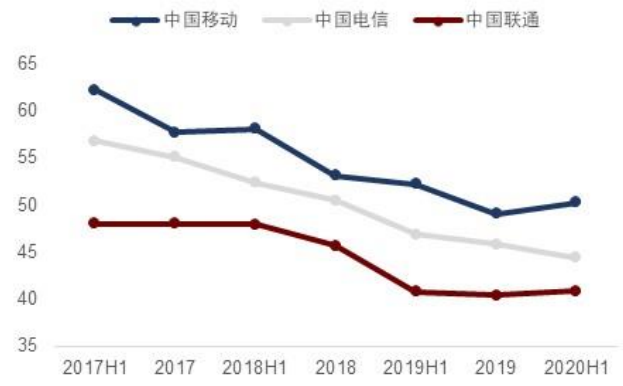


资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

1.1.3 ARPU：提速降费影响放缓，ARPU 值回复平稳态势

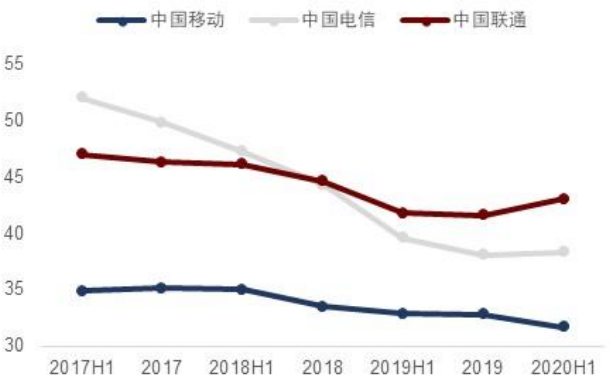
提速降费政策影响下， ARPU 值降幅趋缓。移动 ARPU 值：三大运营商移动 ARPU 值平均年降幅约 6%，2017H1~2020H1 移动 ARPU 值平均降幅约 20%。固网 ARPU 值：中国电信固网 ARPU 值年均降幅较大为 10%，2017H1~2020H1 中国电信 ARPU 值降幅约 26%；中国移动采取低价策略获取固网用户，ARPU 值处于三家最低价，年均降幅 3%。中国联通定价较为稳定。运营商承担 5G 建设的高位资本开支，营运压力逐渐扩大导致降费空间缩小，2020 年运营商开始尝试取消免流量套餐，2020H1 中国移动和中国联通的移动 ARPU 值首次出现正增长。随着 5G 用户人数不断扩大，5G 套餐使用增加后，运营商移动 ARPU 值有望进一步提升。

图6：三大运营商移动 ARPU



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图7：三大运营商固网 ARPU



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

1.1.4 DOU：DOU 持续增长，移动手机流量增速出现下滑态势

提速降费政策影响下，DOU 值实现线性增长。提速降费政策背景下，根据移动 ARPU 值及 DOU 测算出平均每月单 GB 费用（ARPU/DOU）年均降幅接近 50%；而 DOU 呈指数增长态势，2017H1~2020H1 内三大运营商 DOU 值平均增长 7 倍。但流量增速出现下滑态势，中国联通移动手机流量 20201H 下滑至个位数增长。随着 5G 建设完善及 5G 应用渗透，DOU 值将保持增长态势，手机上网流量增速回升。

图8：三大运营商移动 DOU（人/月/GB）



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图9：运营商手机上网流量环比增速

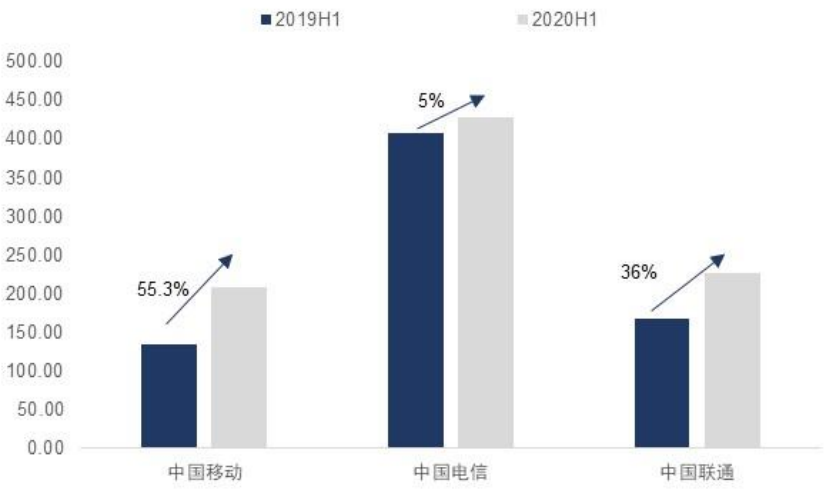


资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

2. 产业数字化开启新增长点

传统业务增长面临瓶颈，运营商积极探寻增长新动能，产业数字化带来运营商增长新机遇。转型业务方面，中国电信借助固网优势，率先拓展产业数字化（包括 IDC、云、IOT、专线及其他），收入领先，2020H1 中国电信产业数字化收入规模达 429 亿元，同比增长 5%。中国联通产业互联网收入达到 227 亿元，同比增长 36%。中国移动重点面向政企市场，推进“网+云+DICT”业务发展，2020 年 DICT 业务收入达到 209 亿元，同比增长 55.3%，收入端基本追平联通。预计三大运营商将持续保持 IDC 业务投入，在零售型 IDC 领域保持领先地位。

图10：三大运营商产业数字化收入及同比增速



资料来源：wind，三大运营商年报，东兴证券研究所

2.1 IDC/云计算为运营商重点突破方向，业务快速增长

三大运营商主导中国 IDC 市场，移动 IDC 业务追平联通。收入绝对值而言，中国电信始终保持 IDC 市场领先地位，2020H1，中国电信 IDC 业务实现收入 145 亿，同比增长 12%。中国联通借力大网基础设施，20201H 实现 IDC 收入 100.7 亿（YoY 22.2%），上架率超过 60%，预计 2020 年中国联通在 IDC 方面的资本开支约 20 亿元，机架数达到 27.7 万架，绝大多数将用于新增一线城市机架数。中国移动实现收入 92.9 亿（YoY 47.4%）。从增速来看，中国电信和中国联通作为 IDC 市场先进入者，增速较为平稳，分别保持在 13%和 20%左右。移动作为追赶者，IDC 收入增速保持 45%以上水平，在收入方面迅速追平中国联通。

图11：三大运营商 IDC 收入（亿元）



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图12：三大运营商 IDC 收入同比增速



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

云计算将成为运营商云化转型重点攻克领域。2020H1 中国移动、中国电信、中国联通云计算分别实现收入 44.57 亿（YoY 556.4%）、66.8 亿（YoY 33%）、20 亿（YoY 81.8%）。中国移动目前以苏州研发中心为基础成立云能力中心，力争 3 年内进入国内云服务商第一阵营。中国联通将继续深化与战略投资者合作赋能云计算。

图13：三大运营商云计算收入（亿元）



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图14：运营商云计算同比增速



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

2.2 物联网业务将成为运营商业务转型另一引擎

物联网连接数量保持高速增长。2020H1，中国移动和中国电信物联网连接数分别达到 11.8 亿（YoY +71%）和 1.9 亿（YoY +40%），随着 5G 基建逐步推进及物联网连接逐步迁移至 NB-IoT 及 LTE 后，物联网连接数量增速将有所回升。营业收入而言，中国移动在物联网领域保持绝对领先地位，20H1 物联网收入 50.05 亿元（YoY -3%），中国电信和中国联通率先进行 2\3G 退网，物联网营收规模小于中国移动，20H1 电联分别实现收入 12.57 亿（YoY +16%）和 21.70 亿（YoY +55%）。增速而言，中国移动物联网收入增速首次出现负增长，我们认为受疫情影响，2020 年上半年物联网业务受到较大影响。随着物联网连接数量增长，物联网将成为运营商业务转型的另一引擎。

图15：三大运营商物联网收入（亿元）



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图16：三大运营商物联网收入同比增速



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图17：运营商物联网连接数量（亿）



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

图18：运营商物联网连接数量同比增速



资料来源：三大运营商年报，东兴证券研究所

3. 5G 基站建设稳步推进，工业蓝海值得期待

3.1 全年 5G 资本开支小幅上调，SA 商用后建设有望加速

移动小幅上调全年资本开支指引，三大运营商近半资本开支计划未完成。8 月，中国移动上调 5G 资本开支指引，最新指引为 1050 亿，较年初的 1000 亿小幅上调 2.8%，其它两家运营商 5G 资本开支均保持不变。其中，中国联通全年 5G 资本开支仍为 350 亿元，中国电信仍为 453 亿元。以上半年完成情况来看，三大运营商均有将近一半 5G 资本开支计划未完成。其中，中国移动已完成 552 亿，剩余 498 亿元（占比 47.4%）；中国联通已完成 126 亿元，剩余 224 亿元（占比 64%）；中国电信已完成 202 亿元，剩余 251 亿元（占比 55.5%）。

表1：三大运营商全年 5G 资本开支计划还剩近半

		2020 5G CAPEX		2020H1 已完成	剩余部分	占比
亿人民币	调整情况	最新指引	旧指引			
中国移动	上调 2.8%	1,050	1,000	552	498	47.4%
中国联通	不变	350	350	126	224	64.0%
中国电信	不变	453	453	202	251	55.5%
合计	-	1,853	1,803	880	973	52.5%

资料来源：中国移动、中国联通、中国电信，东兴证券研究所

移动上调全年新建 5G 基站数，SA 商用后基站建设有望加速。2019 年底，三大运营商合计开通超过 11 万个 5G 基站，其中，中国移动累计开通 5G 基站超过 5 万个，电联合计开通超 6 万个。截止至 2020 年上半年，中国移动累计开通超过 35 万个 5G 基站，电信联通通过共建共享，累计开通超过 21 万个 5G 基站。移动上调全年新建 5G 基站计划至 30 万站（原指引 25 万站）。我们认为，随着产品端成熟，SA 有望在 4 季度完成商用，国内 5G 建设将进一步加快。

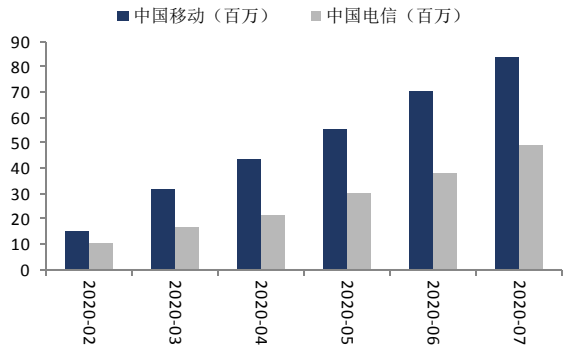
表2：三大运营商 5G基站开通情况

万站	2019 累计	2020 新建指引	2020 累计指引	20H1 累计	20H1 新建	20H2 预计新增
中国移动	5+	30	35+	18.8	~13.8	~16.2
中国联通	6+	25	30+	21+	15.0	~10.0
中国电信	6+					
合计	11+	55	65+	40+	~28.8	~26.2

资料来源：中国移动、中国联通、中国电信，东兴证券研究所

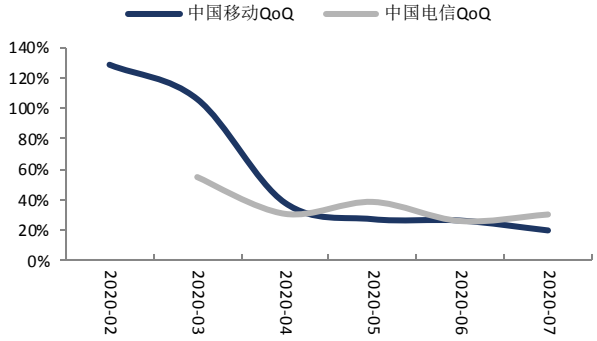
目前在 5G 建设初期，渗透率增长空间巨大。目前，中国移动与中国电信均披露了 5G 用户数。其中，中国移动 6 月累计 5G 用户 7019 万人，新增用户数环比增长 26.2%；中国电信 6 月累计用户数 3784 万人，新增用户数环比增长 25.9%。从 5G 渗透率来看，6 月底中国移动 5G 用户渗透率达 7.4%，而 4G 用户渗透率为 80.2%；中国电信 5G 用户渗透率为 11.0%，而 2019 年底中国电信 4G 用户渗透率为 83.8%，增长空间巨大。随着 5G 基础设施建设进一步推进，网络覆盖逐步增强，5G 用户增长将有望加速。

图 10：中国移动与中国电信 5G 用户数逐步增长



资料来源：中国移动，中国电信，东兴证券研究所

图 11：中国移动、中国电信 5G 用户数环比增加



资料来源：中国移动，中国电信，东兴证券研究所

3.2 积极寻求业务转型，垂直产业渗透加速

三大运营商积极布局垂直产业，有序推进工业互联网试点。目前，中国移动深耕 15 个细分行业，已积累 100 个集团级龙头示范项目，1400+个升级区域特色项目。中国联通已在工业互联网、智慧城市、医疗健康、交通物流、 新媒体、能源、矿山等领域打造多个 5G 灯塔项目，成功实现了 5G 商业化落地。中国电信已积累超过 1100 个 5G 工业应用项目，300 余个案例。

其中，智慧港口、智慧矿山是较有潜力的项目。中国联通将天津港港口 5G 网络（上行带宽 100M、时延低于 20ms）与岸桥设备进行业务对接，取代了传统光纤传输方式（时延约 60ms），成功实践岸桥远程操控应用。中国移动通过对矿区形成高可靠、低时延的 5G 网络覆盖，使用无人操控技术代替现场人工操作，解决了矿区工作环境恶劣带来的用工风险，助力矿山企业高质高效发展。

图 12：5G 岸桥远程控制



图 13：低时延远程采矿



资料来源：中国联通，东兴证券研究所

资料来源：中国移动，东兴证券研究所

R16 冻结助力运营商开拓 B 端市场，垂直行业为运营商增长提供新动力。由于 4G 的端到端设计时延为 10ms，无法满足工业领域低时延、高可靠通信需求，因此相较于 C 端，蜂窝通信技术在 B 端应用受限。而 5G 将实现空口时延 1ms、端到端时延 4ms、可靠性 99.9999%，满足工业应用的要求。目前 5G 网络建设均是基于 R15 版本，由于 R15 目的是为了尽快推出能用的 5G 标准，包括 NSA 和 SA 组网方案，因此主要关注 eMBB 场景以及部分 uRLLC 应用，即主要在 C 端应用。而真正体现 5G 在 B 端应用的场景如 uRLLC 及 mMTC 更多地放在了今年 7 月初冻结的 R16。R16 在进一步对 5G 技术进行增强工业的同时，为在垂直行业应用立下里程碑。GSMA 预计到 2030 年，对运营商而言，通过 5G 赋能的全球垂直行业市场规模总量将达到近 7000 亿美元。

风险提示

中美贸易风险，5G 进展不及预期，宏观经济下行。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业报告	R16 补足 5G 能力三角，垂直行业应用值得期待	2020-07-06
行业报告	通信行业报告：REITs 助力 IDC 加速跑	2020-05-07
行业报告	疫情导致全球股市回调，有哪些优质海外科技资产超跌？	2020-03-27
公司报告	数据港：云化趋势不改，定增扩张享数字基建红利	2020-03-25
公司报告	奥飞数据：立足华南优势区域，机柜数上量未来发展可期	2020-03-23
行业报告	通信行业：新基建在路上，5G 与 IDC 加速跑	2020-03-10
公司报告	紫光股份（000938）：企业网龙头发力运营商市场	2020-02-14

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

TMT 组长：刘慧影

4 年证券从业经验，曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员，2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究。

李娜

理论经济学硕士，电子信息工程学士，2018 年加入东兴证券从事通信行业研究。

研究助理简介

研究助理：李美贤

中国人民大学硕士，2019 年加入东兴证券通信组。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526