

# 产业互联网全程注智，跨行业云化方案提供商

## 天源迪科(300047)

### 主要观点：

公司深耕电信行业以及公安行业 20 余年，逐步形成了以运营商 IT 支撑业务为基础，产业云 BOSS+为引领的大数据和人工智能等技术为支撑的技术平台和产品体系，未来有望持续受益 5G+行业、政企云化等机遇。参考可比公司估值情况，可比公司 2019 年平均 PE 27 倍，鉴于公司在电信、金融、公安等领域的优势布局，给予公司 2019 年 PE 25 倍，对应目标价 11.11 元，给予“买入”评级。

### ► 技术市场双轮驱动，三大行业齐头并进。

公司深耕电信、公安等行业，并持续投入研发驱动公司技术的发展，已形成以运营商 IT 支撑业务为基础，产业云 BOSS+为引领的产业布局。另外，公司通过收并购快速进入 IT 分销以及金融等领域，协同效应正逐步显现，有效增强公司的综合竞争力。

### ► 核心实力受巨头认可，行业拓展获得加速引擎。

公司多年来形成的强大研发实力先后受到阿里、华为等巨头的认可，2019 年，天源迪科成为阿里 MSF（总集成框架合作供应商）三家总集合作伙伴之一，有望借助巨头的品牌和市场力量，加速推动公司大数据以及云计算行业解决方案的快速落地。

### ► 高强度研发投入，紧抓 5G+行业以及企业云化机遇。

公司近年来始终坚持高强度研发，已初步形成“迪数”、“迪智”、“迪云”、“迪安”四大基础技术平台，将可支撑公司未来长期发展。我们认为，5G 建设的展开将一方面为公司传统电信行业增长注入新的动力，同时更多样更复杂的网络架构也将提高行业门槛，公司作为龙头将集中受益。另外，公共安全方面，随着警务云建设的持续推进，公司深耕多年已经形成了一定的示范效应，同时软件模块化带来复用度的提升，将持续巩固公司行业竞争力，提升产品毛利率水平。最后，在金融领域，公司内生外延加速拓展，协同效应显著，信贷风控运营成为新的增长点。

### 风险提示

5G 建设等不及预期，贸易战引发宏观经济风险以及华为等 IT 分销业务影响，警务云建设以及政府央企采购不及预期，系统性风险。

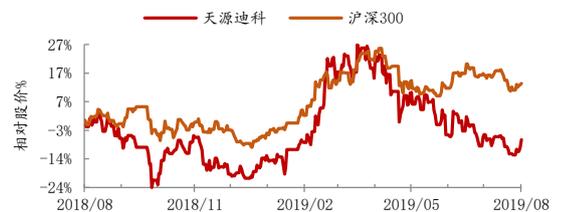
### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2963.06	3766.83	4602.34	5639.06	6896.90
YoY (%)	21.03	27.13	22.18	22.53	22.31
归母净利润(百万元)	155.93	215.54	283.12	373.85	498.23
YoY (%)	35.71	38.23	31.35	32.05	33.27
毛利率 (%)	19.57	20.55	21.33	21.88	22.25
每股收益 (元)	0.24	0.34	0.44	0.59	0.78
ROE	5.51	7.1	8.56	10.16	11.92
市盈率	35.17	25.45	19.37	14.67	11.01

资料来源：wind，华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	11.11
最新收盘价：	8.60
股票代码：	300047
52 周最高价/最低价：	17.77/7.63
总市值(亿)	54.85
自由流通市值(亿)	41.87
自由流通股数(百万)	486.85



分析师：吴彤

邮箱：wutong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519060001

联系人：柳珺廷

邮箱：liujt@hx168.com.cn

联系电话：010-51662928

### 相关研究

## 正文目录

1. 乘产业互联东风，成就跨行业云化方案领先提供商.....	3
2. 绑定行业巨头，持续聚焦三大主业探索垂直信息化解决方案.....	5
3. 推荐逻辑及估值.....	6
3.1. 关键业务假设.....	6
3.2. 估值及评级.....	7
4. 风险提示.....	8

## 图表目录

图 1 公司营收&净利润情况（百万元）.....	3
图 2 公司盈利能力.....	3
图 3 公司各产品营收情况（百万元）.....	4
图 4 公司个产品毛利率情况（%）.....	4
图 5 扣除金华威公司营收及净利润情况（百万元）.....	4
图 6 扣除金华威公司毛利率及净利率情况.....	4
图 8 公司近年来研发投入情况（百万元）.....	6
图 9 公司技术布局情况.....	6
表 1 公司 2019 上半年各行业进展情况.....	5
表 2 公司业务营收及毛利预测.....	7
表 3 可比公司估值.....	7

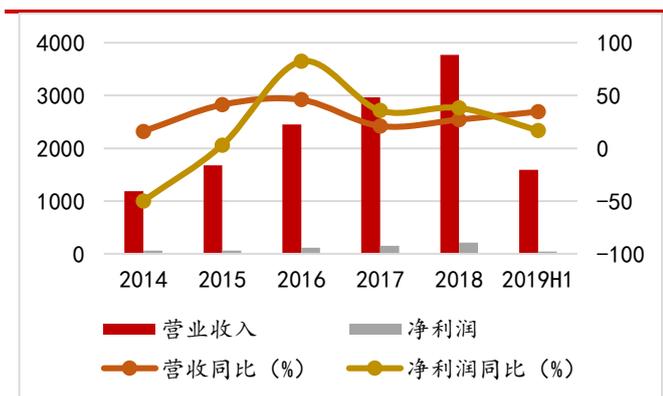
## 1. 乘产业互联东风，成就跨行业云化方案领先提供商

公司深耕电信行业以及公安行业 20 余年，通过持续投入研发在行业内积累了强大的业务经验，并紧抓大数据、云计算等发展机遇，通过不断地配合行业的迭代技术升级，逐步形成了以运营商 IT 支撑业务为基础，产业云 BOSS+为引领的大数据和人工智能等技术为支撑的技术平台和产品体系。经过内生外延的发展，公司最终聚焦在电信、公安、金融等三大市场，并进入跨行业发展期。

另外，公司借助资本市场力量先后成功收购金华威、维恩贝特两个优质标的，实现在 ICT 产品增值分销以及金融科技领域的快速拓展，并成功增厚公司利润水平，推动公司的快速发展。同时，公司凭借技术以及市场领先实力，成为阿里云金牌合作伙伴。2019 年，天源迪科、埃森哲、浩鲸三家公司成为阿里 MSF（总集成框架合作供应商）总集合作伙伴，将在智慧政府领域进一步加强合作。

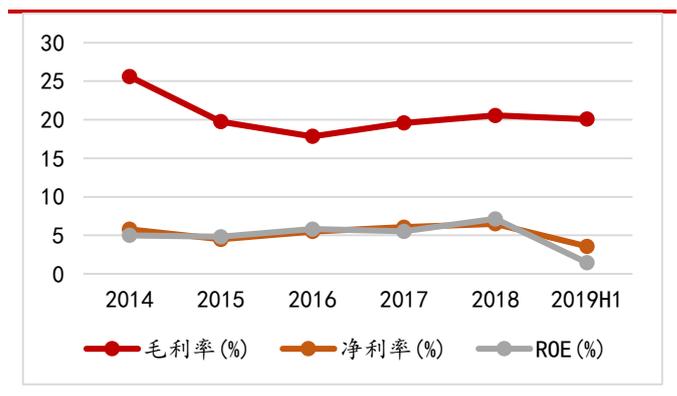
近年来，随着企业云化需求的提升以及警务云建设的不断推进，公司营收和利润实现同比稳健增长。2019 年上半年，公司实现营业收入 15.93 亿元，较去年同期增长 34.69%，归属于上市公司净利润 4,480.71 万元，较去年同期增长 16.80%。

图 1 公司营收&净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司盈利能力



资料来源：公司公告，华西证券研究所

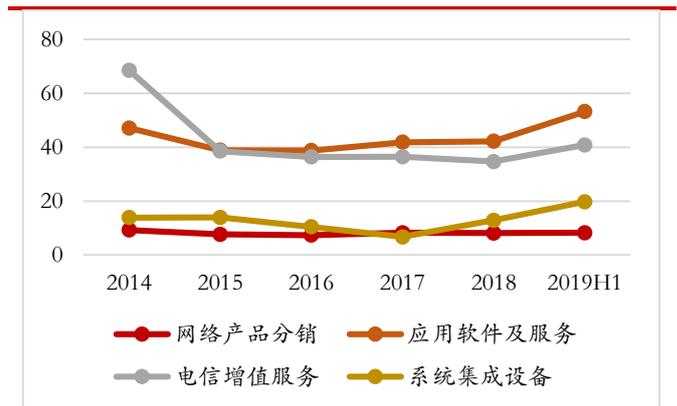
由于公司子公司金华威在 2012 年合并报表，其所从事的网络产品分销业务近年来增长迅速，但是毛利率相对于公司的原有主业较低，因此过去一段时间公司的综合毛利率呈下滑趋势。2016 年以来，随着公司在电信、公安、金融等行业云化平台建设的持续推进，分销业务占比有所下降，从而带动公司综合毛利率的稳步提升。

图3 公司各产品营收情况 (百万元)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

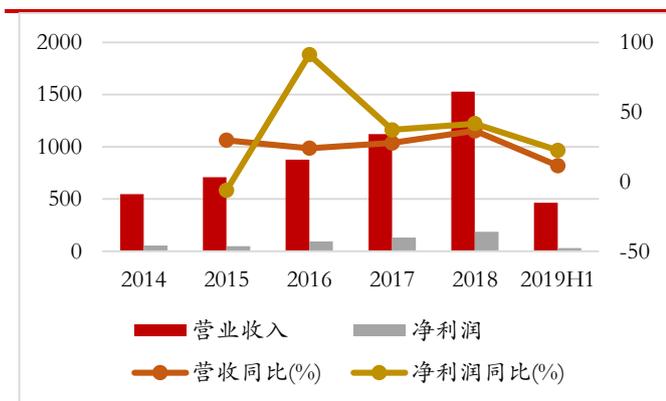
图4 公司个产品毛利率情况 (%)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

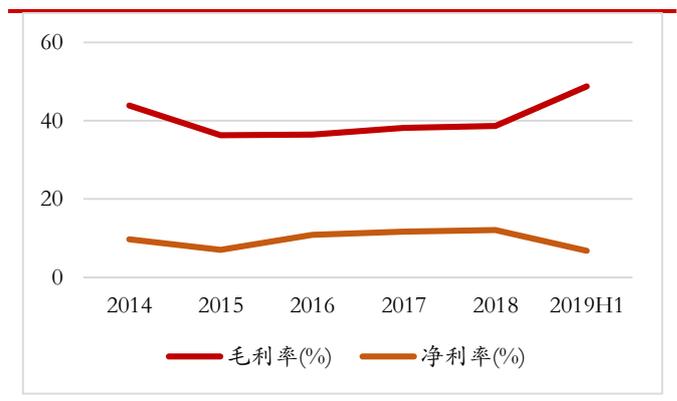
2019年上半年, 金华威营收同比增速达到 47.69%, 其所占总营收份额为 70.88%, 同比提升 6.24pct, 其毛利率为 8.28%, 同比下滑 1.57pct。因此, 公司总体销售毛利率有一定的下滑, 扣除金华威影响, 公司近年来营收规模、盈利能力都处于稳步提升过程中, 验证公司应用软件及云化大数据方面持续受益, 同时, 随着公司技术和行业经验的积累, 相关模块复用度有所提升。

图5 扣除金华威公司营收及净利润情况 (百万元)



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图6 扣除金华威公司毛利率及净利率情况



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

另外, 今年上半年由于家庭个人信贷杠杆率持续攀升, 家庭流动性愈益收紧, 银行信贷的风控和催收需求保持强盛, 基于信贷风控的运营收入和利润持续保持快速增长。公司子公司迪科数金积极利用大数据和人工智能技术, 为信贷行业用户提供包括智能获客、贷前信审、贷中管控以及贷后管理(催收服务、不良资产)在内的客户全生命周期的运营、产品和解决方案。报告期内, 新增邮储银行、平安银行等重要客户。主营业务收入 1.46 亿元, 较去年同期增长 114.9%, 净利润为 1,186 万元, 较去年同期增长 115.6%。公司另一子公司维恩贝特, 主营银行核心系统的开发和服务, 对客户为国有大型银行、全国性股份制银行和港澳地区的部分商业银行, 受客户需求波动, 以及公司在新市场和新领域的培育投入等因素影响, 报告期内维恩贝特主营业务收入为 7,249 万元, 较去年同期下降 20.7%, 净利润为 1,023 万元, 较去年同期下降 46.6%。

## 2. 绑定行业巨头，持续聚焦三大主业探索垂直信息化解决方案

公司在云计算、大数据、人工智能领域，与阿里、华为、腾讯、平安科技、电信运营商政企部等伙伴紧密合作，共同交付行业市场。在智能制造、能源、大交通、军工、政府等行业已形成可复制的产品和解决方案，并在大型央企及政府行业形成影响力。在电信、政府、金融行业内实现产品化、模块化，提升技术复用度和生产效率，产业云 BOSS 在多个超大型企业应用。

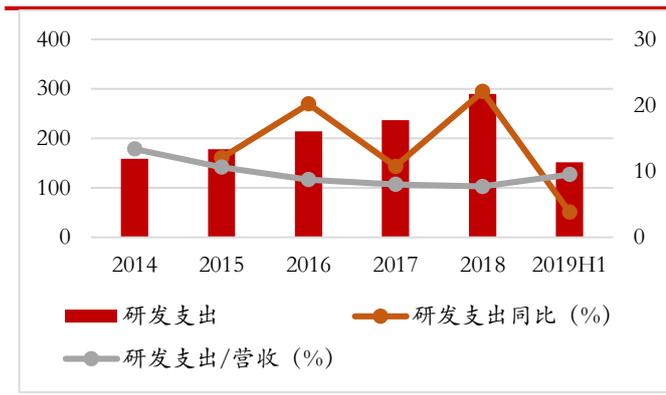
表 1 公司 2019 上半年各行业进展情况

<b>电信行业</b>	在中国电信集团，数据中心大数据基础能力平台、政企域项目群、云公司项目群、国际清算工程等项目稳健推进；在中国电信省分公司，继 2018 年底公司取得上海电信计费云化，陕西电信 BSS3.0 的新市场份额后，公司又新增江西电信计费云化、辽宁电信 BSS3.0 项目。2018 年切入中国移动 ICT 领域，首期研发类框架金额 966 万元，本报告期框架金额增至 2400 万元，中标江西移动、中移在线等大数据项目，在中国移动领域实现收入较快增长。
<b>金融行业</b>	维恩贝特与公司基础技术平台实现进一步融合以提升产品竞争力，重点拓展国内（含港澳台）银行软件市场。报告期内，家庭个人信贷杠杆率持续攀升，家庭流动性愈益收紧，银行信贷的风控和催收需求保持强盛，基于信贷风控的运营收入和利润持续保持快速增长。
<b>公安行业</b>	成功拓展佛山、湛江、重庆、鄂州、句容、宿迁、邵阳、临渭、赤峰等地新市场，公安行业合同额较去年上半年大幅增长。由于受国内外宏观因素的影响，合同启动和签订时间较预期有延迟，收入实现主要体现在下半年。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

同时，公司近年来跟随企业云化、5G 等驱动的产业机遇，保持充分的研发投入，研发支出占营收比例稳中有升。经过多年高强度的研发投入，公司自主迭代研发云计算“迪云”、大数据“迪数”、人工智能“迪智”、信息安全“迪安”等技术平台，大数据和人工智能平台引入数据湖、人脸识别、知识图谱、文本分析等技术，云计算平台分别引入虚拟化、容器化、自动化运维、微服务等技术，并将各技术平台打通，形成统一的基础能力平台，服务于公司通信、公安和金融行业客户，产品标杆案例客户有：中国电信集团、深圳市公安局、深交所等。

图7 公司近年来研发投入情况 (百万元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 公司技术布局情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们认为，随着5G建设的启动，5G+行业的应用以及5G所带来的运营商云化升级等硬性需求，将为公司未来的成长进一步打开成长空间。同时，公司前期的行业运营支撑积累将有望加速模块化，其实力已经得到包括阿里、华为等在内巨头的认可，未来有望配合巨头拓展市场，并领先受益电信、金融、公安云化升级等机遇。

### 3. 推荐逻辑及估值

#### 3.1. 关键业务假设

1) 预计公司电信业务，将持续受益运营商系统业务云化趋势以及未来5G的建设需求，中国电信中国联通主要合作厂商以及华为退出国内BSS市场带来的市场占有率提升机遇，从而实现营业规模的可持续增长，预计2019-2021年同比增速保持在16%-22%左右，毛利率在电信业大数据与云计算产品地位领先功能持续优化下稳中有升。

2) 预计公安业务在公安大数据需求井喷的市场下，凭借起步早占领一线城市、国家相关示范项目顺利落地的优势，服务范围辐射至二三线城市，预计2019-2021年同比增速分别为45%、40%、30%。受益于联合华为开拓市场研发产品，毛利率保持稳定在42%左右。

3) 金融业务在协同效应推动下，维恩贝特以及金融信贷等业务有望保持稳定增长，因此预计公司金融业务2019-2021年的同比增速为：30%，毛利率维持稳定在40%左右。

4) 公司其他业务预计高速增长，大数据在跨行业应用产品不断丰富，切入大型国企核心系统，运用人工智能等技术为新能源、电商、快消等领域企业提供定制化解决方案。2019-2021年同比增长率为10%-15%，考虑到软件复用程度的提升，此业务毛利率维持稳定在32%。

5) 预计网络产品分销业务，子公司金华威依托于公司资源发展稳健，作为华为企业网业务总经销商随华为相关业务增长而稳健增长，2019-2021年同比增长率为20%，毛利率维持稳定在8%。

**表 2 公司业务营收及毛利预测**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入 (百万元)</b>	2448.22	2963.06	3766.83	4602.34	5639.06	6896.90
YoY	46.02%	21.03%	27.13%	22.18%	22.53%	22.31%
电信 (百万元)	558.48	607.52	681.29	790.30	940.45	1147.35
YoY	9.30%	8.78%	12.14%	16.00%	19.00%	22.00%
政府 (百万元)	139.64	141.58	307.69	446.15	624.61	811.99
YoY	2.20%	1.39%	117.33%	45.00%	40.00%	30.00%
金融 (百万元)	79.6	172.98	397.50	516.75	671.78	873.31
YoY		117.31%	129.80%	30.00%	30.00%	30.00%
其他 (百万元)	103.88	198.29	145.61	167.45	184.20	202.62
YoY	71.99%	90.88%	-26.56%	15.00%	10.00%	10.00%
网络产品销售 (百万元)	1566.62	1842.7	2234.74	2681.69	3218.03	3861.63
YoY	61.74%	17.62%	21.28%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>毛利率</b>	<b>17.80%</b>	<b>19.57%</b>	<b>20.52%</b>	<b>21.33%</b>	<b>21.88%</b>	<b>22.25%</b>
电信	38.41%	41.46%	41.43%	40.43%	41.11%	40.99%
政府	31.62%	35.72%	36.55%	42.00%	42.00%	42.00%
金融	36.49%	39.29%	35.49%	40.00%	40.00%	40.00%
其他	31.14%	29.00%	37.97%	32.00%	32.00%	32.00%
网络产品销售	7.38%	8.24%	8.14%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 3.2. 估值及评级

根据以上假设，我们预计公司 2019-2021 年总营收分别为：46.02 亿元、56.39 亿元、68.97 亿元，归属于母公司股东净利润分别为：2.83 亿元、3.74 亿元和 4.98 亿元，每股收益 0.44 元、0.59 元、0.78 元，对应现价 PE 分别为 19 倍、15 倍、11 倍。参考可比公司估值情况，可比公司 2019 年平均 PE 27 倍，鉴于公司在电信、金融、公安等领域的优势布局，给予公司 2019 年 PE 25 倍，对应目标价 11.11 元，给予“买入”评级。

**表 3 可比公司估值**

股票代码	公司名称	收盘价 (元) (2019.08.19)	当前市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300166.SZ	东方国信	12.25	129.44	0.63	0.78	0.94	20	16	13
300188.SZ	美亚柏科	17.22	138.52	0.48	0.64	0.83	36	27	21
1675.HK	亚信科技	7.96	57.92	0.73	0.84	1.08	11	9	7
600718.SH	东软集团	11.09	137.78	0.27	0.37	0.41	41	30	27
				<b>平均</b>			<b>27</b>	<b>17</b>	<b>14</b>
300047.SZ	天源迪科	8.60	54.85	0.44	0.59	0.78	19	15	11

资料来源：Wind 一致预期，华西证券研究所

## 4. 风险提示

- 1) **5G 建设等不及预期：**直观对比下，5G 元年三大运营商资本开支比 4G 元年少了 740 亿元、比 3G 元年少 310 亿元。若 5G 建设进度不及预期，一定程度上会影响公司电信业务的增长。
- 2) **贸易战引发宏观经济风险以及华为等 IT 分销业务影响：**伴随中美贸易谈判的不确定性，宏观经济风险可能对华为等业务带来冲击。公司子公司金华威作为华为企业网业务总经销商，IT 分销业务可能会受到间接冲击。
- 3) **警务云建设以及政府央企采购不及预期：**受市场环境波动及政策影响，警务云建设项目审批可能不及预期。同时，政府央企采购也受采购流程节奏、季度性投资预算控制和大型建设项目整体进度等因素影响。
- 4) **系统性风险。**

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3766.83	4602.34	5639.06	6896.90	净利润	244.44	321.07	423.97	565.02
YoY (%)	27.13%	22.18%	22.53%	22.31%	折旧和摊销	121.95	0.00	0.00	0.00
营业成本	2992.77	3620.59	4405.03	5362.47	营运资金变动	-526.92	-235.78	-588.16	-706.83
营业税金及附加	11.30	13.66	16.80	20.52	经营活动现金流	-94.00	143.25	-105.22	-106.68
销售费用	141.90	173.88	212.84	260.40	资本开支	-155.55	99.75	114.55	109.62
管理费用	160.54	205.30	247.81	304.61	投资	-22.11	0.00	0.00	0.00
财务费用	43.71	27.77	19.81	20.42	投资活动现金流	-177.65	99.75	114.55	109.62
资产减值损失	22.30	27.16	39.15	14.71	股权募资	31.50	0.00	0.00	0.00
投资收益	1.50	0.00	0.00	0.00	债务募资	310.61	-515.78	10.48	17.49
营业利润	262.43	348.86	460.66	613.92	筹资活动现金流	184.76	-546.59	-9.33	-2.93
营业外收支	3.16	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-86.90	-303.59	-0.01	0.00
利润总额	265.59	348.86	460.66	613.92	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
所得税	21.15	27.78	36.69	48.90	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	244.44	321.07	423.97	565.02	营业收入增长率	27.13%	22.18%	22.53%	22.31%
归属于母公司净利润	215.54	283.12	373.85	498.23	净利润增长率	38.23%	31.35%	32.05%	33.27%
YoY (%)	38.23%	31.35%	32.05%	33.27%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.34	0.44	0.59	0.78	毛利率	20.55%	21.33%	21.88%	22.25%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率率	6.49%	6.98%	7.52%	8.19%
货币资金	303.58	0.00	-0.01	-0.01	总资产收益率 ROA	4.61%	6.25%	7.40%	8.69%
预付款项	97.44	152.37	171.39	214.32	净资产收益率 ROE	7.13%	8.56%	10.16%	11.92%
存货	862.72	849.75	1032.44	1257.42	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	1723.58	1939.12	2369.86	2896.19	流动比率	<b>1.96</b>	<b>2.78</b>	<b>3.10</b>	<b>3.43</b>
流动资产合计	2987.32	2941.24	3573.68	4367.92	速动比率	1.33	1.83	2.06	2.28
长期股权投资	71.65	71.65	71.65	71.65	现金比率	0.20	0.00	0.00	0.00
固定资产	367.57	367.57	367.57	367.57	资产负债率	32.99%	23.75%	23.17%	22.49%
无形资产	217.78	217.78	217.78	217.78	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1691.61	1591.87	1477.31	1367.70	总资产周转率	0.86	1.00	1.18	1.28
资产合计	4678.93	4533.11	5050.99	5735.62	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	966.00	450.22	460.69	478.18	每股收益	0.34	0.44	0.59	0.78
应付账款及票据	68.38	56.51	69.80	84.54	每股净资产	4.74	5.19	5.77	6.55
其他流动负债	490.60	551.36	621.50	708.87	每股经营现金流	-0.15	0.22	-0.16	-0.17
流动负债合计	1524.97	1058.08	1151.99	1271.60	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	18.46	18.46	18.46	18.46	PE	25.45	19.37	14.67	11.01
非流动负债合计	18.46	18.46	18.46	18.46	PB	2.34	1.66	1.49	1.31
负债合计	1543.44	1076.54	1170.46	1290.06					
股本	399.08	399.08	399.08	399.08					
少数股东权益	111.79	149.75	199.86	266.66					
股东权益合计	3135.49	3456.56	3880.54	4445.56					
负债和股东权益合计	4678.93	4533.11	5050.99	5735.62					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

吴彤：工学博士，新加坡科技发展局工作经验，4年证券研究经验，专注通信行业研究。

柳珏廷：理学硕士，2年证券研究经验，主要关注5G相关产业链研究。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。