

中航证券金融研究所
 李皓 证券执业证书号：S0640511060001
 电话：0755-83689042
 邮箱：lihao404@126.com

拓维信息（002261）： 手游已发力、互联网教育正启航

行业分类：TMT

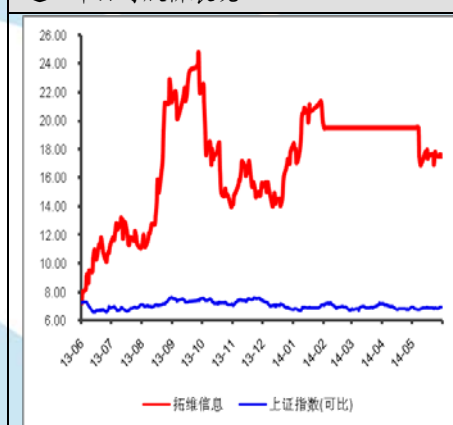
2014年6月12日

研究员：李皓
 执业证书编号：S0640511060001
 电话：0755-83689042
 Email/Msn：lihao404@126.com

当前股价	17.50
投资评级	持有

基础数据	
上证指数	2051.71
公司总市值(亿元)	69.44
公司流通市值(亿元)	45.69
总股本(百万股)	397
市盈率(TTM)	136
市净率	8.10

近一年公司股价表现



投资要点：

- **运营商资源是重要的比较优势。**公司作为拥有电信系统级软件信息集成能力的企业，在多年的增值服务运营中与电信运营商各级公司建立起了良好的合作关系，运营商资源禀赋是驱动公司业务方向变化的内在因素，当中最为核心的是与运营商之间的全网计费通道所能产生的货币化价值。目前公司将战略定位于两点：互联网教育和手游。我们认为这两个市场均在移动互联网背景下具有较好的市场潜力，并与公司现有资源较为切合，未来获得成功的概率较大。
- **校讯通业务为转型互联网教育已经打好基础。**公司校讯通业务在中国移动数字校园战略下获得了极大发展，目前业务已经涉及10余个省8000余家学校，覆盖人数超600万。校讯通本就是连接学校、学生、家长的重要平台，该业务已经为公司未来互联网教育打好了潜在的用户基础；同时公司在线下大力发展针对K12群体的培训教育，在线上大力发展名校联盟打造数字教学资源平台，线下线上双线布局的模式加上校讯通平台做为纽带，在互联网教育模式不清晰的行业背景下未来或能走出一条新的道路，摆脱纯粹以视频点播等传统意义上的互联网教育形态。
- **手游业务本年度将大幅提升业绩。**公司手游业务虽从游戏代理起步，但起点明显较高。从2011年获得《植物大战僵尸》到如今《愤怒的小鸟》和《僵尸2》均是国外热门手游。前者月流水超1000万而《僵尸2》月平均流水已经超过2000万，强力助推了1Q公司业务增长。当然，在稳步积累代理发行经验之后，公司也将业务进一步延伸到游戏制作，通过控股或参股手游公司形式进入该领域。近期公司公告将以现金加股份形式收购《啪啪三国》开发者火溶信息公司，公司手游制作能力将获得加强。预计合并后将显著提升游戏业务板块的利润率水平。
- **持有评级。**公司各项业务均发展良好，本年度净利润有望翻番。但考虑到本次收购对价或有虚高因素，导致EPS有大幅被稀释的可能性。我们保守预期完全稀释情况下2014年EPS为0.18元，目前价格基本已反应价值所在，予以持有评级。

财务预测

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	559	686	797	917
收入同比(%)	29.3%	22.7%	16.1%	15.1%
归属母公司净利润	40	81	94	108
净利润同比(%)	9.0%	104%	16.0%	15.7%
每股收益(元)	0.14	0.18	0.21	0.25
市盈率	125	95	82	71

风险因素：并购企业利润低于预期；
 校讯通市场受政策环境打压；

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

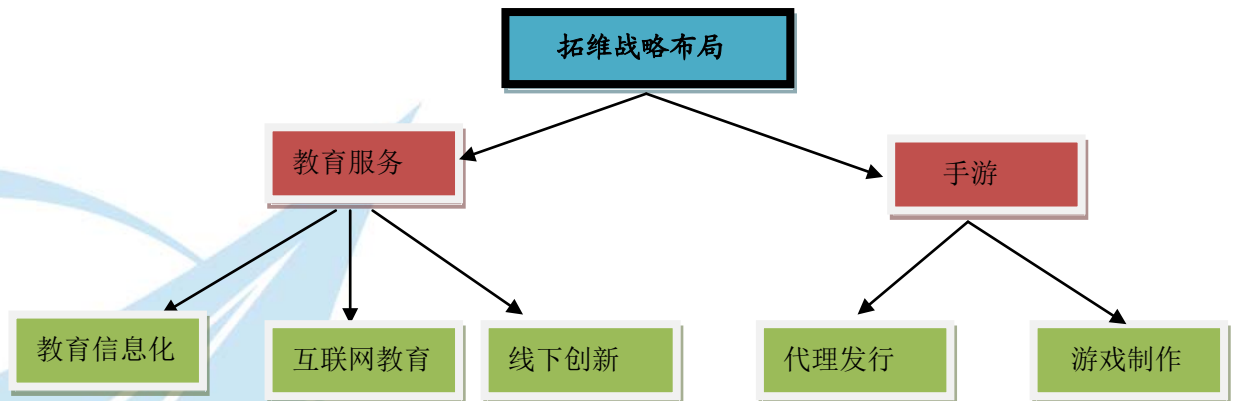
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

运营商资源是业务延伸的基石

拓维信息是一家集教育服务、手游、动漫、信息系统集成等多业务于一身的高新技术企业。在智能手机产生后的移动互联网浪潮中，移动增值行业（IVR、彩铃彩性、短信互动等）逐渐步入成熟期，公司与其它 SP 厂商一样开启了移动互联网的转型之路。目前公司战略定位主要聚焦于两大方向：1，移动教育互联网产品：包含教育信息化、互联网教育、线下创新学习中心三个模块；2，手游：包含代理发行和内容提供。

图表 1 公司战略定位图



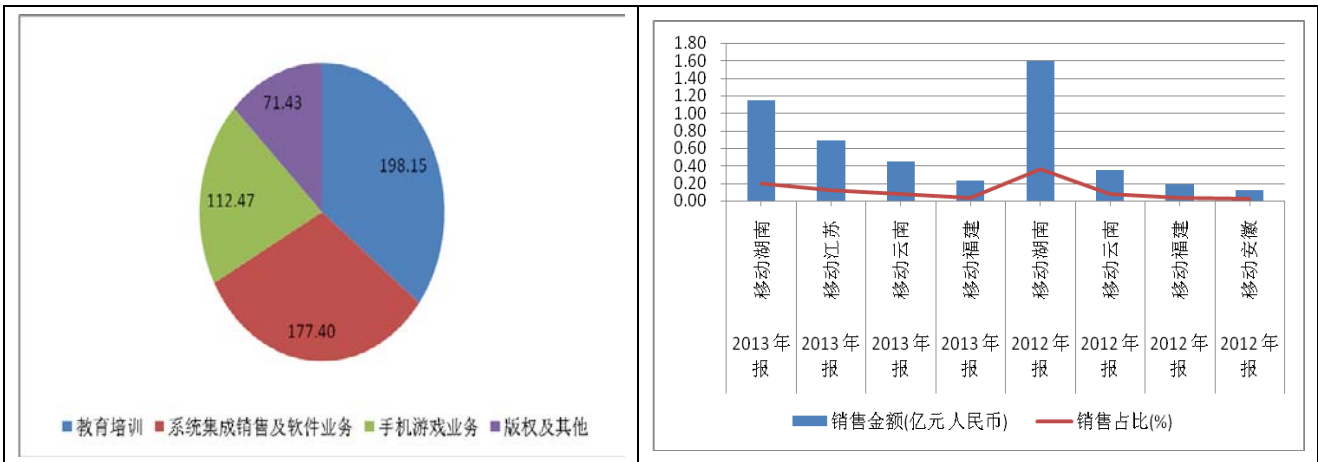
资料来源：中航证券金融研究所整理

虽然公司近年的发展历程中业务范围逐渐扩大，但我们认为其核心技术实力还是基于软件信息系统的集成能力，特别是电信系统级软件的解决方案（运营系统和支付系统）奠定了公司与电信运营商良好的合作关系，这是公司不断拓展业务的基石。值得一提的是，由于公司是较早一批获得中国移动移动增值服务全网资质的服务商，具有合作关系的省级运营商超过 10 个，与中国移动业务对接能力是公司较大的比较优势，其中以移动支付渠道的货币化能力为核心。

根据公司年报显示，近两年来公司超过 40% 的销售收入来源于中国移动下属的省级分公司。2013 年来源于中国移动省级分公司的收入合计约 2.49 亿元，约占全年营业收入的 44.83%。该收入中，约 6 成来源于与中国移动各省公司推行的校讯通项目的收入，余下部分来源于传统增值服务及代理游戏通过移动计费渠道扣费后获得的流水分成。

图表 2 公司各业务构成图

单位：百万



资料来源：wind、中航证券金融研究所整理

我们认为 SP 厂商的转型道路上，无论表现业务方向发生什么样的改变，运营商资源禀赋是驱动业务方向的内在因素，当中更为核心的是与运营商之间的全网计费通道所能产生的货币化价值，这是现有业务与转型延伸的基石。

- 拓维手游业务虽从游戏代理起步，但起点明显较高。从 2011 年获得《植物大战僵尸》到如今《愤怒的小鸟》和《僵尸 2》均是国外热门手游。我们认为其中很重要的因素在于公司与运营商之间的良好合作以及依托在计费系统等环节的优势，对精品游戏的货币化能形成良好支撑，因而能在争取代理权中独树一帜。在代理业务逐渐走上正轨之后，涉足游戏内容自然也顺理成章，运营商发行平台本身也是个良好的渠道。
- 拓维互联网教育业务最初的形态是校讯通，该业务依托中国移动数字校园战略在数年间迅速扩大，同时公司通过并购等形式以将业务逐渐扩大到全国十余个省市，与众多学校建立了良好的业务合作关系，这是拓维互联网教育的起点之一，同时也是与运营商的合作历程所积累的资源禀赋。

互联网教育概念提升估值水平

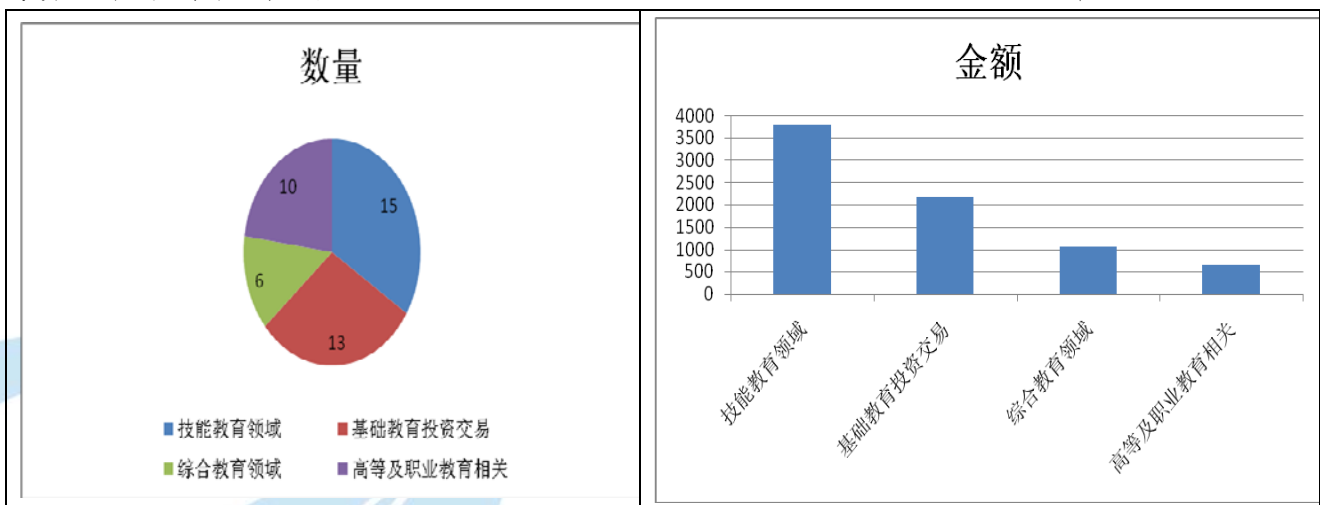
互联网教育的商业模式虽然并不成熟，但是互联网的渗透意味着又一次商业模式的变革已经开启。就像我们所经历的商品购买方式、货币支付形态、金融理财产品和广告这些行业的一样，互联网每次波及的领域对相关产业估值水平都呈现出激发的态势，这是一个较好的

催化因素。当然，这背后资本的影子将起到推波助澜的作用。

根据数据显示，2013 年全球在线教育领域风险投资金额达到了 9.7 亿美元以上，完成交易数量超过 200 起，其中美国就占了 108 起，占比 54%。这对新兴国家如中国的互联网企业明显有着很强的指示作用。期间录得中国交易数量 51 起，其中风投 44 起，金额超 8000 万美元，并购 7 起，金额超 1.3 亿美元。与此伴随的还有线下教育机构的并购事件，金额超 3 亿美元。可以看到在全球范围内在线教育领域并购都是风风云涌的，特别是国内互联网巨头腾讯和阿里的加入，更使得这一概念具有广泛的认可度，这与手游概念被激发的过程十分类似。

图表 3 在线教育并购情况图

单位：万美元



资料来源：网站资料、中航证券金融研究所整理

数据显示在线教育市场虽然较为分散，但市场容量已经超过千亿，巨头的进入不仅意味着整合的开始，也暗示着这一领域已经可以通过技术和模式的创新按照互联网的逻辑跑马圈地了，这对实体企业及投资者都是一个很重要的信号。

不过我们应该认识到，教育产业还是一个相对传统的行业，利润最高的在教材、培训等环节。当互联网的边界渗透到教育领域时，不可避免的需要按照所谓的互联网逻辑来思考一些问题：

- 商业模式：做平台还是做产品，流量获取成本如何且如何导入等；
- 盈利模式：针对用户的前向收费（会员费、应用内付费）还是依托后向收费模式如（广告）；
- 定位：面向职业教育、技能教育还是兴趣教育等；

总体而言就是要去判断：互联网教育的机会更适合于互联网巨头还是创业型企业。按照我们的观点：教育产业是极其适合以 O2O 模式运作的行业。很显然，互联网巨头有平台和流量的优势，但在这个可以极度细分的市场中，创业型公司可以更为灵活的掌控线下资源，并以此作为流量导入的突破口，形成区域性细分的龙头。

我们认为互联网教育实际上与教育部《教育信息化十年规划》紧密切合，我们将其中一些特征抽象的表述为：

- 教育设施信息化：提升学校的信息化设施和管理方式的信息化水平；
- 教育资源信息化：将优质教育资源数字化，提升的利用效率；

➤ 教学手段信息化：利用互联网或移动互联网，提升优质教育资源的覆盖广度；

而与之相呼应的是，国内电信运营商特别是中国移动，早在 03 年开始就以各类产品向高等院校、初高中等教育机构渗透，而后来的数字校园战略更是遵照《教育信息化十年规划》行动的范本，可以说在面对 K12 群体乃至高校群体，无论在校园信息化建设和建立学校家长沟通平台等方面，电信运营商远比互联网厂商走的早。特别是 K12 群体的覆盖度来说，依托校讯通、家教通等平台，这个细分市场中电信系是具有得天独厚的优势的，因为到目前为止，运营商、学校以及家长的捆绑格局业已形成，互联网化只是时间和模式的问题。

图表 4 校讯通主页概览图：



资料来源：中国移动网站、中航证券金融研究所整理

校讯通产品是中国移动面向中小学校和家长量身定制的一项便捷信息化服务，是专为实现家庭与学校快捷、实时沟通的教育网络平台。采取的是学生免费使用而家长使用按包月付费（2-12 元，各省市资费和功能不同有所差异），同时家长向平台发送信息额外收取信息费的模式。按照中国移动的统计数据现有家长注册人数超过 1.3 亿的数量来看，该业务年规模达到 60 亿几乎无悬念。

虽然由于移动互联网化下，出现了众多免费即时沟通平台，同时有些区域也逐渐明令禁止强制家长使用校讯通的措施，但我们认为这一产品还远未达到其生命周期的末期，毕竟各方利益（运营商、SP、学校等）捆绑于此，且相对家长均属于强势群体，因而我们认为这一市场将会维持低速增长格局。

更要明确的是，数字校园战略的发起者虽是中国移动集团，但各个地域的落实基本上都采取运营商与 SP 厂商合作的形态，由 SP 厂商具体负责学校的谈判以及业务的推广。也就是说，真正的校方资源是掌握在 SP 厂商手中。其中以校讯通平台覆盖度来测算，拓维信息的市场占有率应该是第一，而这个市场仍旧存在高度的分散的特性，还存在进一步并购整合的可能性。我们认为公司通过校讯通平台搭建起来的与学校家长之间的平台，形成了公司开启互联网教育旅程的比较优势。

拓维信息在教育产业中的布局走的是线上与线下相结合的路子，很显然，校讯通业务将是连接线上和线下的一个重要纽带，数据显示，公司校讯通业务所覆盖的 K12 群体分布在

10 余省的 8000 以上的学校，覆盖学生人群在 600 万左右（对应有有效家长数至少是 600 万）。这是一个较为明确的潜在线上用户群体，很显然这解决了互联网逻辑中如何积累流量的问题，如何转化就依赖于实际产品的推出了。

➤ 线下资源

公司通过培训学校的模式，已经实现了

华南地区：广州三个校区、

珠海两个校区；

华中地区：长沙十八个校区

常德两个校区

岳阳一个校区

湘潭两个校区

的规模水平，覆盖学生群体 10 万余人，课程涵盖了面对 K12 群体的高中、初中、小学及特色课程（英语、写作、数学）等，拓维教育这个品牌经过 6 年的打造已经初步具备了区域性的影响力。2013 年培训收入超过 3000 万，是公司业务体系中增长较快且毛利率较高的业务之一。在线下资源的布局中，公司依托资金优势采取的是参股或并购的模式，对业务的快速扩张起到了重要作用。

图表 5 校区分布图：



资料来源：拓维信息网站、中航证券金融研究所整理

➤ 线上资源

公司通过名校联盟的形式，与湖南长郡中学、北京四中、华南师大附中等建立起合作关系，能够获得具有含金量的数字化的教育资源，这不仅能够丰富如校讯通增值服务的含金量，同时也是互联网教育探索的重要依托。

图表 6 教学资源图：



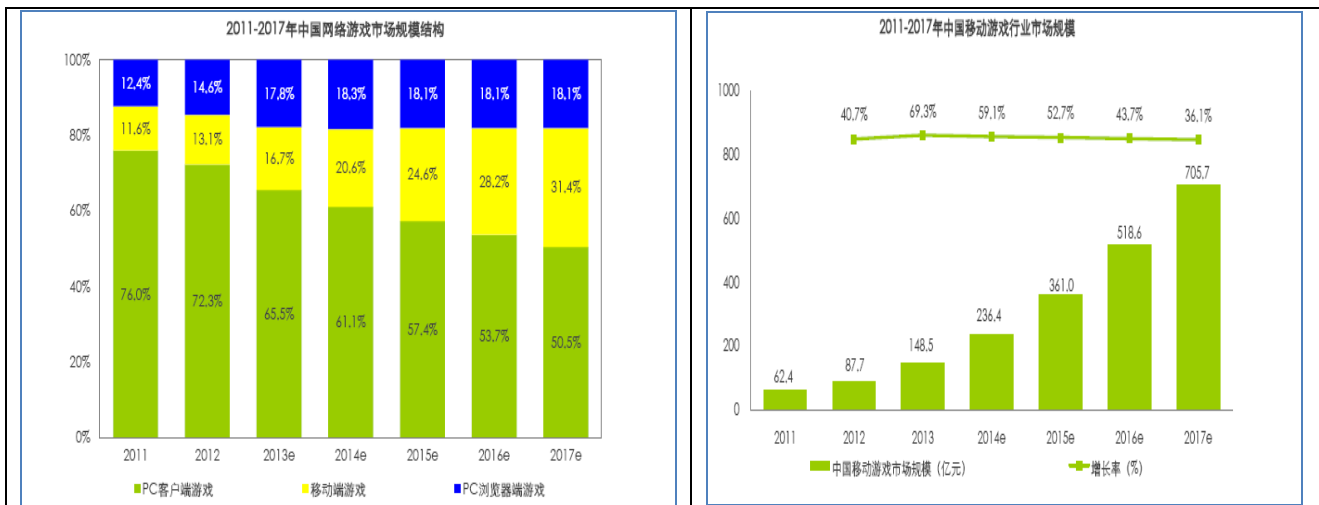
资料来源：拓维信息网站、中航证券金融研究所整理

于是，剩下的问题就是以什么样的形式能够将资源货币化的问题了。我们认为，仅将教学资源数字化后形成网络点播等形态的产品仅仅是互联网教育的很初级形态，在这种层次上互联网巨头去做的优势会很大，毕竟广泛的覆盖度和资金实力是公司不能比拟的。因此我们认为依托校讯通已经形成的学校、学生、家长三者互动的平台才是细分领域特色化的互联网教育产品开发之路，是将现有优势延展的起点。因此我们更愿意看到依靠游戏或应用 APP 等创新的模式开拓出来的产品体系，贴近区域人群的学习生活消费习惯，如此建立起的护城河才不会轻易被行业巨头打破，毕竟在垂直领域做的既精又好的，通常不是互联网巨头，而在互联网教育如此广阔的空间中，细分市场机会足以支撑以公司现有规模的企业高速增长。

手游领域提升利润率水平

移动互联网的发展和智能手机的普及带动了智能手机游戏市场的高速发展，2013 年移动端游戏的市场规模突破 140 亿大关，且未来 2 年预计仍有超过 50% 的复合增长率，因此在这个急速放大的市场中，从来不缺乏资本的身影。据不完全统计，仅 A 股上市公司中单次并购规模超 5 亿的有 9 次，当中金额超过 8 亿的占 78%。高额并购和二级市场的高估值水平相互推波助澜，形成一定的“估值泡沫”。我们认为，2014 年中后期，手游题材并不会像 13 年那样仍旧会享有超高的估值水平，但是却是可能实在开始贡献业绩的时点。

图表 7 行业数据图：



资料来源：艾瑞咨询、中航证券金融研究所整理

拓维信息布局手游行业是从代理国外精品游戏起步的，2011年代理《植物大战僵尸》，2013年中后期，公司又分别获得《愤怒的小鸟》（安卓系统）和《植物大战僵尸2》（ios和腾讯平台除外）等的大陆独家代理权，公司在其中负责计费能力、运营商平台发行等多方面的运营服务，预计获得的收入分成占总流水的25%左右。

图表 8 游戏介绍图：



资料来源：拓维信息网站、中航证券金融研究所整理

拓维的手游业务的起步相对是较高的，这些极高人气的游戏代理权的获得我们认为这与公司拥有深度的运营商资源以及支付渠道有着重要的关系。虽然在第三方支付飞速发展的今天，游戏支付渠道特别是以安卓系统为基础的游戏支付方式仍较为依赖电信运营商的支付接口，应用内付费的游戏尤为显著。

有数据显示，短信及运营商帐户扣费的方式在游戏支付中占比超过50%，可以说在游戏支付领域运营商的方式十分受用户欢迎，原因很简单：便捷！甚至前段时间传言 APP STORE 将与中国移动达成短信支付的协议之时，开发者也几乎是一致叫好。这也说明运营商支付的便捷性对游戏的货币化水平有着很显著的帮助。拓维信息在支付环节与运营商之间的合作有着深厚的基础是公司发展手游代理业务的另一个重要优势。

本年度 1Q，拓维信息的游戏业务呈现出了高速增长的势头，带动公司整体业绩大幅增长，

表明新代理的游戏开始出现放量过程，据悉目前僵尸 2 的月流水数平均在 2000 万，而小鸟的流水平均在 1000 万左右级别，规模相应已经产生。

当然仅依赖于代理业务实际上并不能获得高的利润率水平，特别是分发渠道收窄以及推广费用水涨船高的背景下。2013 年年报显示公司手游业务的毛利率仅 19%，显著低于游戏开发商平均 50% 以上的毛利率水平。因此在完善了代理发行能力之后，向游戏内容涉足就不足为奇了。

拓维信息通过投资参股等方式已经涉足到游戏制作领域，自主研发的《霸气江湖》与新浪达成联合运营协议，并于近期发布公告以逾 8 亿的对价收购《啪啪三国》制作方火溶信息。表明了公司迫切切入手游制造环节提升利润率水平的决心。公司未来将形成内容+发行为一体的业务模式对整个手游业务的利润率提升较有帮助。当然，我们认为本次收购标的溢价率相对偏高，存在些许负面因素。

估值逻辑

基本假设:

- 《植物大战僵尸 2》等国外精品手游保持 2000 万以上月流水;
- 手游内容环节进展顺利，并购公司业绩符合预期;
- 校讯通业务线增长幅度超过 15%;
- 线下培训市场开拓良好，增长率在 50%
- 传统增值业务衰退幅度小于 20%

图表 9 盈利预测表:

	2013A	2014E	2015E	2016E
教育培训	198.10	247.63	297.15	326.87
系统集成销售	177.40	168.53	168.53	176.96
手机游戏业务	112.50	202.50	263.25	342.23
版权及其他	71.40	67.83	67.83	71.22
合计	559.40	686.49	796.76	917.27
综合毛利率	46.97%	44.09%	44.33%	44.59%

资料来源：中航证券金融研究所整理

我们认为，拓维信息本年度的业绩增长点主要来源于手游业务的快速增长，游戏制作方面的能力补充将提升业务板块的毛利率水平，而在教育板块中，线下培训业务预计能够获得100%的增长幅度，校讯通业务亦具备15%左右的稳定增长。综合来看公司本年度净利润大幅增长较为确定，预计2014年实现归属于母公司所有者净利润约8100万左右，同比增长约104%。当然考虑到增发带来的收益摊薄效应，对应EPS约0.18元。

公司涉及手游、互联网教育甚至互联网彩票等多个题材，估值逻辑更倾向于事件驱动特征，估值弹性较大，予以中性评级。

风险因素：并购企业业务低于预期

校讯通市场受政策环境打压



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	776	888	1016	1148
现金	392	470	547	623
应收账款	187	230	267	307
其他应收款	23	0	0	0
预付账款	5	0	0	0
存货	71	92	106	122
其他流动资产	98	96	96	96
非流动资产	266	909	897	885
长期投资	35	30	30	30
固定资产	103	83	64	44
无形资产	53	63	73	83
其他非流动资产	75	733	730	727
资产总计	1042	1798	1913	2033
流动负债	138	148	173	188
短期借款	0	0	0	0
应付账款	34	39	48	53
其他流动负债	104	110	125	135
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	138	148	173	188
少数股东权益	54	65	76	90
股本	283	437	437	437
资本公积	92	663	663	663
留存收益	475	485	565	656
归属母公司股东权益	850	1585	1664	1755
负债和股东权益	1042	1798	1913	2033

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	56	158	93	92
净利润	50	91	105	122
折旧摊销	26	32	32	32
财务费用	-10	-18	-21	-24
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-29	-25	-27	-41
其他经营现金流	18	78	3	3
投资活动现金流	-199	-752	-23	-23
资本支出	8	0	0	0
长期投资	-13	-5	0	0
其他投资现金流	-204	-757	-23	-23
筹资活动现金流	-14	672	7	7
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	153	0	0
资本公积增加	0	571	0	0
其他筹资现金流	-14	-53	7	7
现金净增加额	-158	78	77	76

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	559	686	797	917
营业成本	297	384	444	508
营业税金及附加	12	18	21	23
营业费用	52	76	88	101
管理费用	153	137	159	183
财务费用	-10	-18	-21	-24
资产减值损失	17	6	6	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	39	84	100	118
营业外收入	18	18	18	18
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	56	101	117	135
所得税	5	10	12	13
净利润	50	91	105	122
少数股东损益	11	10	12	14
归属母公司净利润	40	81	94	108
EBITDA	55	99	111	127
EPS (元)	0.14	0.18	0.21	0.25

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	29.3%	22.7%	16.1%	15.1%
营业利润	27.4%	118.2%	18.8%	18.6%
归属于母公司净利润	9.0%	103.8%	16.0%	15.7%
获利能力				
毛利率(%)	47.0%	44.1%	44.3%	44.6%
净利率(%)	7.1%	11.8%	11.7%	11.8%
ROE(%)	4.7%	5.1%	5.6%	6.2%
ROIC(%)	5.6%	5.6%	6.6%	7.7%
偿债能力				
资产负债率(%)	13.2%	8.3%	9.0%	9.2%
净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	5.64	5.98	5.88	6.12
速动比率	5.09	5.33	5.23	5.43
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.48	0.43	0.46
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	11.28	10.53	10.23	10.06
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.18	0.21	0.25
每股经营现金流(最新摊薄)	0.13	0.36	0.21	0.21
每股净资产(最新摊薄)	1.95	3.63	3.81	4.02
估值比率				
P/E	193.16	94.77	81.68	70.58
P/B	8.99	4.82	4.59	4.35
EV/EBITDA	120	67	59	52

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

李皓，首席研究员，SAC 执业证书号 S0640511060001，工学学士、经济学硕士，2009 年 4 月加入中航证券金融研究所，从事 TMT 行业的研究。

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，本报告清晰、准确地反映了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。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。