

通信设备行业

周报

5G 进程加快、资本开支放大趋势下的投资机会  
——通信行业周报（2019 年第 27 周）

行业公司研究——通信设备行业

✉：张建民 执业证书编号：S1230518060001  
☎：  
✉：zhangjianming1@stocke.com.cn

行情回顾

**A 股：**上沪深 300 指数上涨 1.8%，中信通信指数上涨 1.4%。子板块中统一通信、云计算、车联网涨幅居前，分别上涨 5.4%、5.0%、3.7%。

**美股：**纳斯达克指数上涨 6.00%，标普 500 指数上涨 10.00%、道琼斯工业指数上涨 14.21%，电信业务指数上涨 1.60%，信息技术指数上涨 2.32%。

投资策略：5G 仍然是投资主线

国内 5G 牌照提前发放+政府推动 SA 建设+提高网络共建共享程度，将加快 5G 建设进程，2019 年 4G 大扩容+5G 开始商用，2020 年 5G 大规模商用，设备商有望业绩增长，并有利于 5G 应用快速落地，结合 VGPP 评估结果，我们推荐：主设备商中兴通讯，环形器龙头天和防务、防雷龙头中光防雷、高频覆铜板供应商华正新材和生益科技、SDN/NFV 提供商紫光股份，工业互联网龙头东方国信。

另外中国联通将持续受益于良好的成本和资本开支控制，并有望在 5G 发展中抢得先机，持续推荐。

重要行业/公司信息

- 1、发改委、商务部发文取消增值电信领域三项业务对外资的限制
- 2、工信部印发电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力行动方案
- 3、GlobalData发布最新报告，华为全球5G RAN排名第一
- 4、中国移动公布5G一期无线设计集采候选人：中移设计院获所有份额
- 5、联通首度披露5G基站设备路标规划：目标建设“4G+5G”两张网
- 6、上海市加快推进5G网络建设：2021年建成基站3万，总投资超300亿。
- 7、沃达丰在英国商用5G服务，华为提供1/3基站设备
- 8、锐捷网络以最大份额中标中国电信集团2019年WLAN集采
- 9、【佳讯飞鸿】控股股东、实际控制人减持，占总股本的1.98%。

风险提示

5G建设进程不及预期；运营商资本开支不及预期。

细分行业评级

主设备商	看好
光模块/器件	看好
车联网	看好

公司推荐

数码科技	增持
------	----

相关报告

- 1.《降税携转新政均利好中国联通》2019-03-11
- 2.《继续推荐联通，增加天和防务》2019-03-05
- 3.《通信板块进入“订单+政策”双重催化期》2019-02-27.
- 4.《5G前夕运营商有望开启大规模4G扩容》2019-02-21.
- 5.《5G首单落地，中国移动将租赁五大设备商500个基站》2019-02-12.
- 6.《持续推荐5G、运营商、专网投资机会》2019-01-30.

报告撰写人： 张建民  
数据支人： 张建民

证券研究报告

## 正文目录

1. 基于 VGPP 模型优选 5G 标的.....	3
1.1. 本周评估结果.....	3
1.2. 重点推荐更新.....	4
2. 行情回顾.....	6
2.1. A 股通信行业.....	6
2.2. 美股通信行业.....	8
2.3. 美股和 A 股通信行业估值对比.....	9
3. 行业动态.....	10
4. 重要公告.....	10
5. 风险提示.....	11

## 图表目录

图 1: 2019 年第 27 周通信行业指数上涨 1.9%.....	6
图 2: 2019 年第 27 周统一通信领涨, 涨幅为 5.4%.....	6
图 3: 通信行业 PE-TTM 全行业第九.....	7
图 4: 细分板块中专网估值水平最高.....	7
图 5: 通信行业周涨幅前十的个股周涨幅.....	7
图 6: 通信行业周涨幅后十的个股周涨幅.....	7
图 7: 2019 年第 27 周美股电信业务指数上涨 1.60%, 信息技术指数上涨 2.32%.....	8
图 8: 美股电信业务 PE-TTM 为 13.71, 信息技术 PE-TTM 为 24.12.....	8
图 9: 美股通信行业周涨幅前十的个股周涨幅.....	8
图 10: 美股通信行业周涨幅后十的个股周涨幅.....	8
图 11: A 股通信行业估值水平.....	9
图 12: 美股电信业务估值水平.....	9
表 1: 细分板块投资价值量化评估.....	3
表 2: 天和防务、紫光股份、中兴通讯、东方国信、华正新材、生益科技、中国联通、中光防雷 $\geq 3$ 分.....	4
表 3: 推荐板块美股核心标的涨跌幅及 PE-TTM.....	9

## 1. 基于 VGPP 模型优选 5G 标的

VGPP 量化分析模型：从业绩表现估值水平（Valuation）、业绩表现（Performance）、成长能力（Growth）、行业景气度（Prosperity index）四个方面对各细分板块投资价值进行量化分析，得分越高，当前投资价值越大。

### 1.1. 本周评估结果

通过对我们所划分的 17 个细分板块的 VGPP 量化评估，人工智能、大数据、云计算、射频、运营商居前 5，总分分别为 4.0、3.6、3.4、3.3、3.0 分。

**表 1：细分板块投资价值量化评估**

板块名称	估值水平	业绩表现	成长能力	行业景气度	总分
人工智能	1.2	5.0	4.7	4.0	4.0
大数据	1.6	5.0	4.3	3.0	3.6
云计算	2.4	2.0	3.0	5.0	3.4
射频	0.4	1.9	3.6	5.0	3.3
运营商	5.0	0.3	3.8	3.0	3.0
专网	1.2	0.0	4.4	4.0	2.9
军工信息化	1.9	2.0	3.9	3.0	2.9
物联网	0.6	0.0	4.2	4.0	2.7
车联网	2.2	0.0	2.0	5.0	2.7
光模块/器件	1.5	0.0	3.3	4.0	2.6
统一通信	0.0	2.3	2.8	3.5	2.5
信息安全	0.7	0.0	3.3	4.0	2.5
北斗导航	3.8	0.0	2.2	3.0	2.3
IDC/CDN	1.1	0.0	2.9	3.5	2.3
通信服务	0.5	0.3	3.0	2.5	1.9
主设备商	0.0	0.0	1.0	4.0	1.7
光纤光缆	1.1	0.0	1.3	3.0	1.6

资料来源：浙商证券研究所

我们进一步对重点关注的 14 只个股进行了投资价值的量化分析：

**表 2：天和防务、紫光股份、中兴通讯、东方国信、华正新材、生益科技、中国联通、中光防雷≥3 分**

证券简称	估值水平	业绩表现	成长能力	行业景气度	总分
天和防务	-	5.0	5.0	5.0	5.0
紫光股份	5.0	2.8	5.0	4.0	4.2
中兴通讯	-	-	3.0	4.5	3.8
东方国信	3.6	1.3	5.0	3.8	3.6
华正新材	0.0	1.5	5.0	5.0	3.6
生益科技	0.0	0.0	5.0	5.0	3.3
中国联通	5.0	0.3	3.8	3.0	3.0
中光防雷	0.0	0.0	5.0	4.2	3.0
数码科技	0.0	0.0	5.0	3.5	2.7
麦捷科技	1.6	0.0	1.6	4.0	2.2
烽火通信	0.1	0.9	2.4	3.5	2.1

资料来源：浙商证券研究所

本周我们重点推荐 VGPP 评分结果达到 3 分的个股，即：天和防务、紫光股份、中兴通讯、东方国信、华正新材、生益科技、中国联通、中光防雷。

## 1.2. 重点推荐更新

### 中国联通

**1、2019 年一季报业绩增长 24.80%。**2019 年一季报归母净利润 16.25 亿元，同比增长 24.80%，我们预计 2019-20 年业绩 62 亿、85 亿。

**2、混改成为增长动力：**2018 年年报成效明显，① 2I2C 用户 9400 万，移动用户总数共 3.15 亿，占比增长至 30%，收入占比超 11%；② 产业互联网业务实现收入 230 亿，收入占比近 9%，其中云计算业务增幅 99%，预期 2018-20 年复合增速仍可保持 45% 高复合增速；③ 云南联动改革效果显著，2018 年引资 12 亿建站 7400 个，省内用户份额增长 2%，增收 18% 领先行业水平 13 个百分点，减亏 2.5 亿，后续推广将持续改善利润表。

**3、用户数量保持增长态势：**2019 年 1-5 月移动出账用户净增 929 万户，总数达 3.24 亿，移动用户份额增长至 20.6%；4G 用户净增 1598 万户，总数达到 2.36 亿，4G 市场份额提高 0.5 个百分点；4G 用户渗透率达到 72.7%，同比提升 5.8 个百分点。在携号转网趋势下，以及 2I2C、运营承包等模式推动下，我们对公司移动用户份额持续提升表示乐观。

**4、成本得到有效管控：**2018 年财务费用减少 42 亿降幅 103%，销售渠道费用降低 13%，折旧摊销降低 2%；手机补贴降低 24%，我们判断成本将得到进一步控制。

**5、资本开支超预期，5G 占比超 10%：**2018 年资本开支 449 亿，2019 年计划 580 亿主要用于 4G 网络提升和 5G 试验网建设，增长 29%，其中 5G 投资 60-80 亿，占比 10%-14%。

### 中兴通讯

**1、中报业绩预计扭亏。**公司一季度归母净利润 8.62 亿元，同比增长 115.95%，中报预计归母净利润 12 亿-18 亿元，去年同期亏损 78 亿，同比增长 115.34%-123.01%。

**2、主设备商龙头，5G 进程加速利于公司业绩释放。**公司为国内第二、全球领先的主设备商，受贸易战影响，公司在全球的市占率存在一定变数，但公司核心业务国内运营商网络受影响较小。公司在国内运营商网络业务的市占率约三分之一，国内 5G 牌照提前发放+政府推动 SA 建设，将显著推动 5G 建设进程，2019 年 4G 大扩容+5G 开始商用，2020 年 5G 大规模商用，有利于公司业绩增长。在上海 MWC19 期间，公司表示已在全球获得 25 个 5G 商用合同，覆盖中国、欧洲、亚太、中东等主要 5G 市场；与全球 60 多家运营商展开 5G 合作，包括中国移动、中国电信、中国联通、Orange、Telefonica、意大利 Wind Tre、奥地利 H3A、MTN、印尼 Telkomsel 等。

**3、5G 技术领先，重点投入自主可控研发。**公司已经准备好 5G 端到端的商用解决方案，包括 5G 终端、承载、无线、核心网，垂直应用。据 IPlytics 统计，截止 6 月 15 日，中兴通讯向 ETSI (欧洲电信标准化协会) 披露 1424 族 3GPP 5G SEP (标准必要专利) 和申请专利，位列全球前三。公司 2018 年研发投入占到营收比重超过 12%，预计今年保持在 10% 以上，重点投入核心网操作系统和 5G 核心芯片的持续升级。公司在关键的 5G 基站芯片方面，已经能够设计七纳米的芯片并且量产，五纳米工艺的芯片，正在紧张地准备当中；在设备层面，中兴通讯也很早实现了关键的数据库、操作系统的自主研发。

## 天和防务

**1、中报业绩预计扭亏。**中报预计归母净利润 4300-4500 万 (含非经常性损益 1212 万)，去年同期亏损 5248 万，业绩反转主要系军品、民品收入较上年同期均大幅增长；

**2、军品业务订单较上年同期大幅增长。**1 月份公告中标 1.1 亿元合同，判断军工业务受益于行业整体回暖，有望于 2019 年拐点向好；

**3、民品业务方面 5G 相关产品已实现批量生产销售。**南京彼奥和华扬通信销量均实现明显增长，且产能有持续扩张预期；5G 牌照提前发放+政府推动 SA 建设，将显著推动 5G 建设进程，2019 年 4G 大扩容+5G 开始商用，2020 年 5G 大规模商用，预计 2020 年公司通信业务将显著增长；南京彼奥掌控磁铁矿氧体国内 80% 产能，在 5G 交付优先背景下将在份额和价格上具备优势；

**4、业绩已经反转，**预计 2019 年业绩 1.6 亿 (2018 年亏 1.53 亿)，2020 年 5G 放量将驱动公司业绩更加乐观，高峰期间预计仅华扬通信和南京彼奥的通信业务可实现 2.5-3 亿利润。

**5、拟投资项目带来更大业绩空间：**拟投 17 亿建设 5G 通讯产业园项目，项目满产后预计年创收 87.5 亿元。项目建设周期 36 个月，重点投入 5 个方向：1、铁氧体磁芯材料面向通信领域已实现量产；2、推出针对 4G/5G 的环形器和隔离器；3、射频微波芯片国产化替代；4、研发面向 4G/5G 的 LNA、小信号放大器、开关等射频类器件；5、研发面向 5G 的 26G/38G SOC 芯片及面向消费类电子的 24G、77G SOC 芯片。

## 中光防雷

**1、构筑“5G 通信+军工+高铁+新能源”四轮驱动格局。**公司成立初期主营通信防雷产品，后横向扩张防雷市场，形成“5G 通信+军工+高铁+新能源”四轮驱动格局。

**2、通信防雷龙头企业，受益 5G 发展。**公司主营 SPD 防雷产品，覆盖爱立信、华为、中兴、诺基亚、三星等全球通信设备巨头。公司通信防雷份额估计 40% 左右；通信防雷市场与通信行业投资正相关，随着 5G 建设全面展开，通信防雷市场将恢复高增长。

**3、积极拓展通信非防雷产品，培育新的业绩增长点。**公司目前已取得中兴、爱立信的 Small Cell 供应商资格，控股子公司凡维泰科技自主研发的 Small Cell (小基站)，已完成了单载波及双载波小站产品的研发，同时也完成了联通

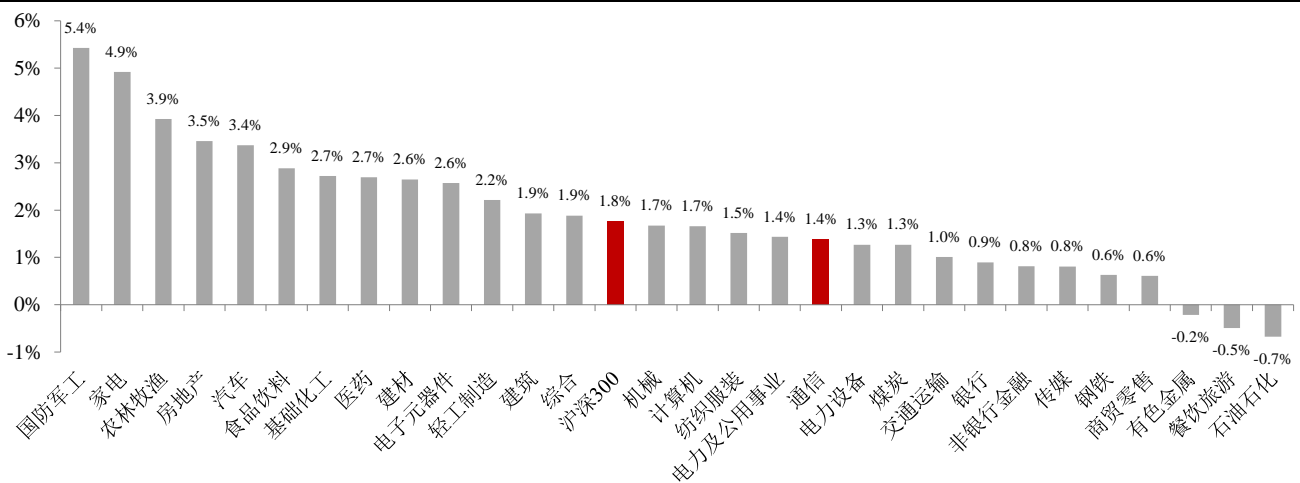
电缆拉远型 DAS 产品的研发工作，已给多个客户提供了测试样机。截止 2018 年 10 月，Small Cell（小基站）共实现营收 1600 万，相比 2017 年全年 Small Cell（小基站）的收入，实现了十倍以上的增长。同时，公司凭借多年通信设备防雷产品配套服务，与客户形成协同效应，已成功导入通信产品的磁性器件应用，公司已取得了爱立信和诺基亚的磁性元件供应商资格，产品技术指标和质量已达行业前列水准。

## 2. 行情回顾

### 2.1. A 股通信行业

上周（2019/07/01-2019/07/05）沪深 300 指数上涨 1.8%，中信通信指数上涨 1.4%。

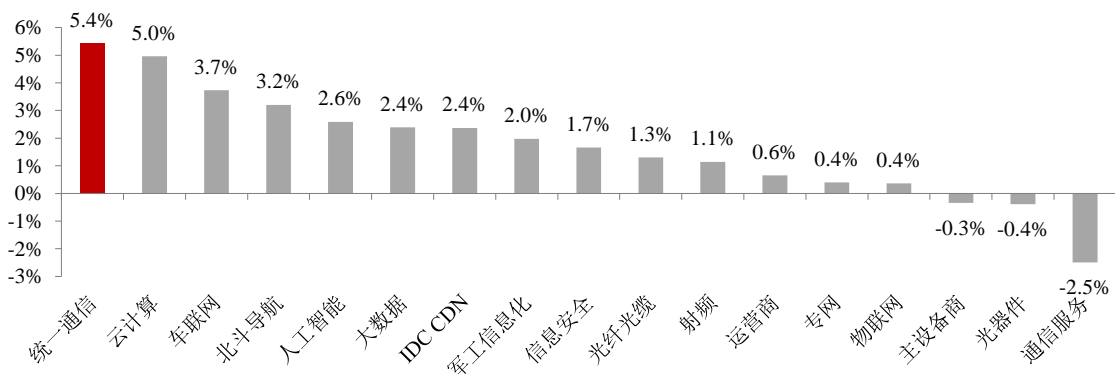
图 1：2019 年第 27 周通信行业指数上涨 1.9%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

上周通信行业细分板块中，统一通信、云计算、车联网涨幅居前，分别上涨 5.4%、5.0%、3.7%。

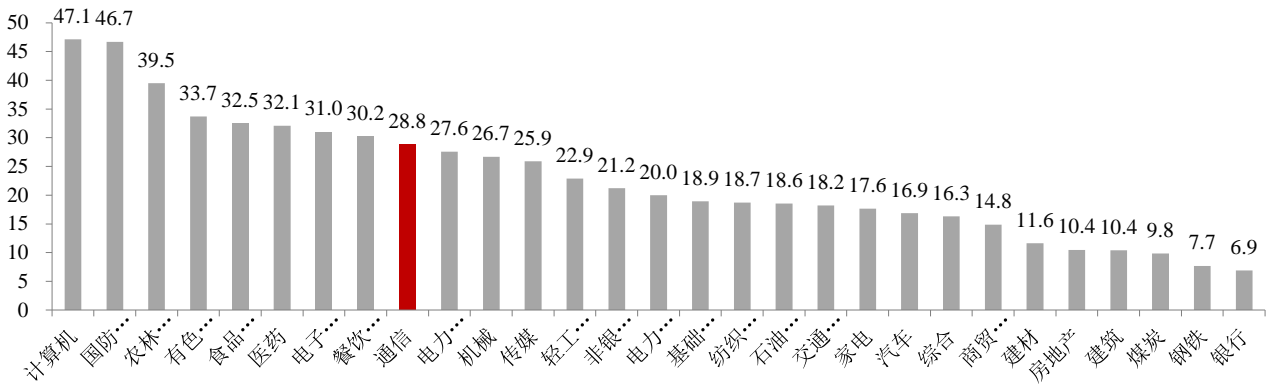
图 2：2019 年第 27 周统一通信领涨，涨幅为 5.4%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从估值水平来看，通信行业 PE-TTM（整体法）为 28.8，低于计算机、国防军工、农林牧渔、有色金属、食品饮料、医药、餐饮旅游、电子元器件。

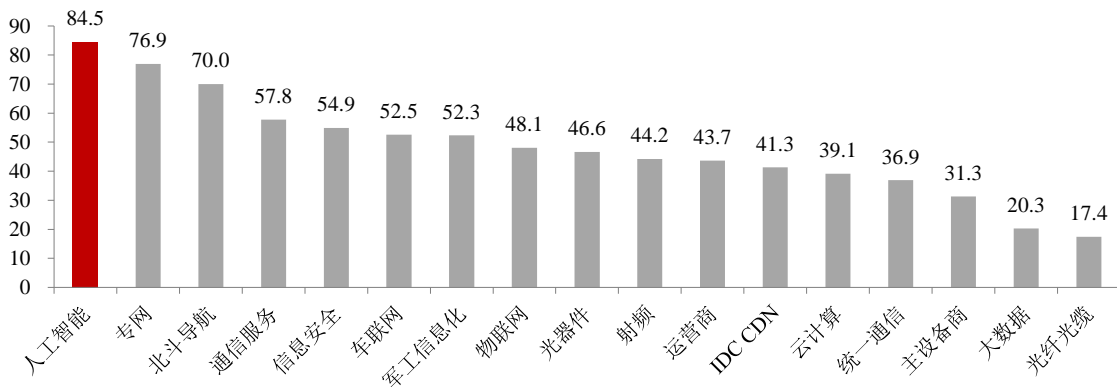
图 3：通信行业 PE-TTM 全行业第九



资料来源：Wind，浙商证券研究所

其中，人工智能估值水平最高，PE-TTM（整体法）为 84.5，光纤光缆估值水平最低，PE-TTM（整体法）为 17.4。

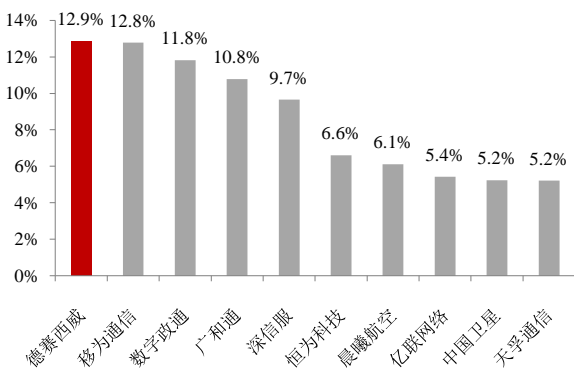
图 4：细分板块中专网估值水平最高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

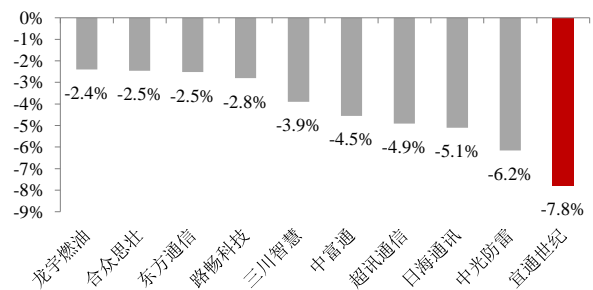
从个股表现来看，涨幅前五的个股为：德赛西威、移为通信、数字政通、广和通、深信服；涨幅后五的个股为：中富通、超讯通信、日海通讯、中光防雷、宜通世纪。

图 5：通信行业周涨幅前十的个股周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：通信行业周涨幅后十的个股周涨幅

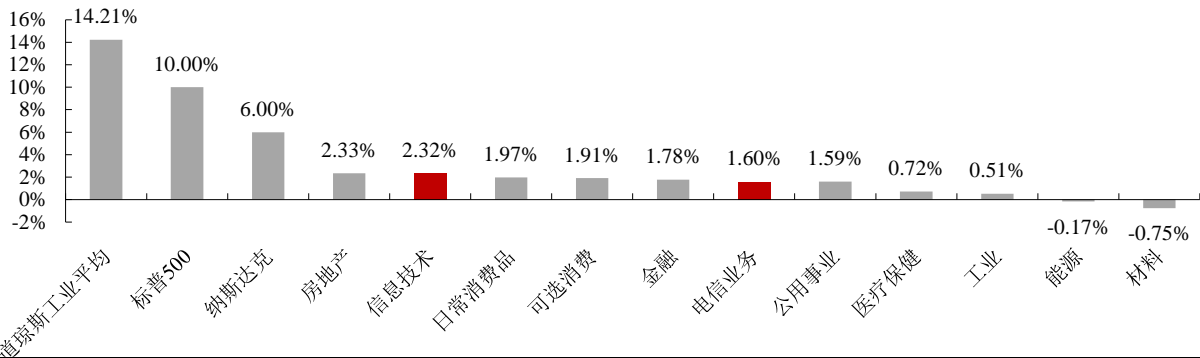


资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2.2. 美股通信行业

上周(2019/07/01-2019/07/05)纳斯达克指数上涨6.00%，标普500指数上涨10.00%，道琼斯工业指数上涨14.21%，电信业务指数上涨1.60%，信息技术指数上涨2.32%。

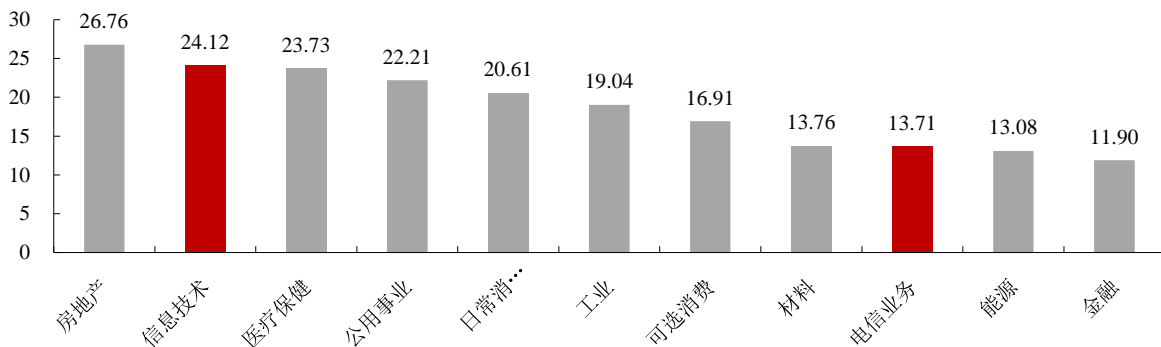
图7：2019年第27周美股电信业务指数上涨1.60%，信息技术指数上涨2.32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从美股估值水平来看，电信业务 PE-TTM（整体法）为 13.71，信息技术 PE-TTM（整体法）为 24.12。

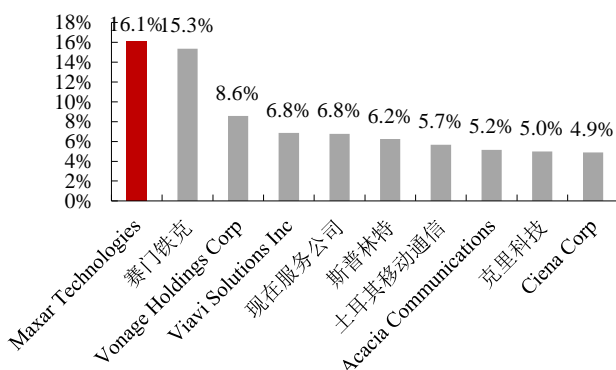
图8：美股电信业务 PE-TTM 为 13.71，信息技术 PE-TTM 为 24.12



资料来源：Wind，浙商证券研究所

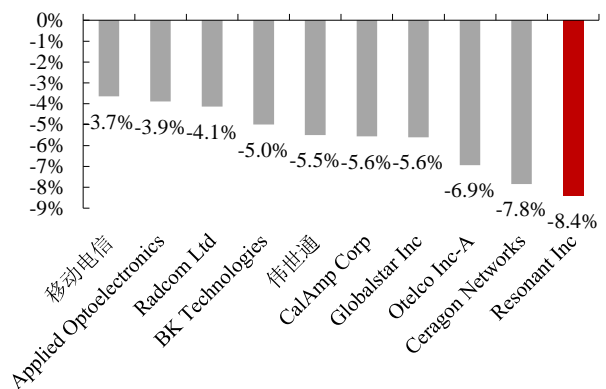
在我们关注的 135 只美股通信行业个股中，涨幅前五的个股为：Maxar Technologies、赛门铁克、Vonage Holdings Corp、Viavi Solutions Inc、现在服务公司；跌幅前五的个股为：CalAmp Corp、Globalstar Inc、Otelco Inc-A、Ceragon Networks、Resonant Inc。

图9：美股通信行业周涨幅前十的个股周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图10：美股通信行业周涨幅后十的个股周涨幅



资料来源：Wind，浙商证券研究所



我们在重点推荐的运营商、主设备商、专网、光模块/器件、卫星导航及车联网板块中筛选出核心美股标的，其涨跌幅及 PE 估值情况如下：

表 3：推荐板块美股核心标的涨跌幅及 PE-TTM

证券代码	证券简称	PE-TTM	周涨跌幅	年初至今涨跌幅
VZ.N	威瑞森电信	15.01	1.75%	5.55%
TMUS.O	T-Mobile US Inc	20.73	2.27%	19.20%
T.N	美国电话电报	13.19	1.40%	22.97%
ERIC.O	爱立信	-87.63	1.89%	9.92%
NOK.N	诺基亚	-43.93	2.20%	-12.03%
MSI.N	摩托罗拉解决方案	28.07	2.18%	49.22%
LITE.O	Lumentum Holdings Inc	-12.54	0.79%	28.14%
FNSR.O	菲尼萨网络通信	-51.95	0.87%	6.81%
GRMN.O	佳明	22.64	0.95%	28.95%
TRMB.O	天宝导航	40.33	1.84%	39.59%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 2.3. 美股和 A 股通信行业估值对比

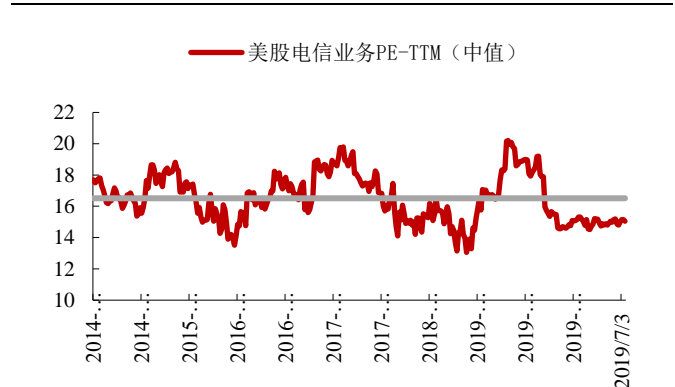
我们对 A 股和美股通信行业估值进行了对比，A 股通信板块（中信）、美股电信业务（wind 行业分类）的市盈率均低于历史均值，信息技术（wind 行业分类）高于历史均值。A 股通信板块和美股电信业务估值水平在历史平均水平下方震荡，美股信息技术估值水平本周有小幅上涨。

图 11：A 股通信行业估值水平



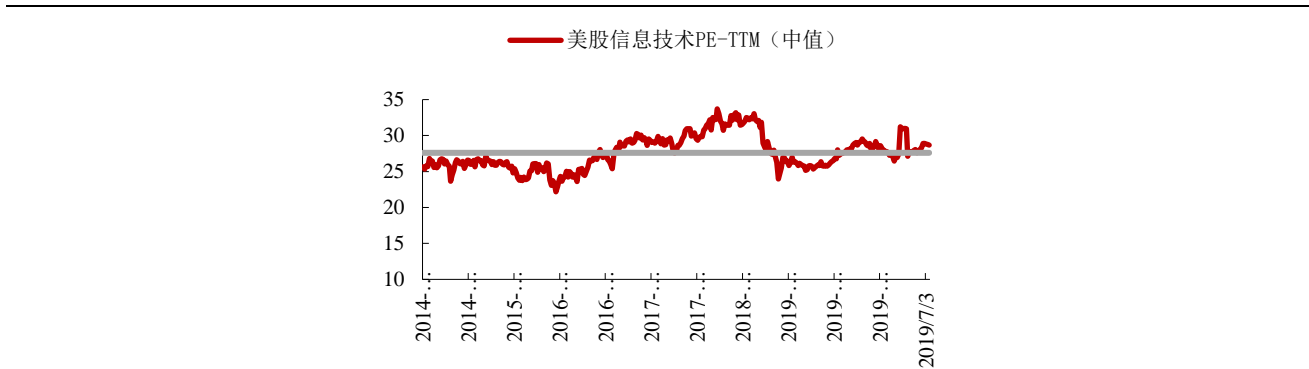
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：美股电信业务估值水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 13：美股信息技术估值水平



资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 行业动态

#### 【行业政策】

发改委、商务部发文取消增值电信领域三项业务对外资的限制。(飞象网)

工信部印发《电信和互联网行业提升网络数据安全保护能力专项行动方案》。(工信部网站)

#### 【5G】

华为霸榜全球首份 5G RAN 排名：近日，第三方数据分析公司 GlobalData 发布最新全球 5G RAN（无线接入网）排名报告。该报告对全球五大通信网络设备商华为、爱立信、诺基亚、三星、中兴通讯进行对比，从运营商最关注的基带容量、射频产品组合、部署简易度和技术演进能力这四个维度，进行对比分析：华为 5G RAN 产品全面领先，在四个评估维度中都是第一。(通信世界网)

中国电信徐守峰：5G 时代是云的时代，积极推动 5G+“云改”。(C114)

中国移动公布 5G 一期无线设计集采候选人：中移设计院获所有份额。(C114)

沃达丰在英国商用 5G 服务，华为提供 1/3 基站设备。(C114)

联通首度披露 5G 基站设备路标规划：目标建设“4G+5G”两张网。(C114)

上海市加快推进 5G 网络建设：2021 年建成基站 3 万个，总投资超 300 亿。(C114)

#### 【光通信】

全球光纤光缆行业三大巨头企业将联合 CRU 依次主办 2019-2021 年世界光纤光缆大会。(飞象网)

中国科学技术大学首次实现全光量子中继。(OFWEEK)

KsFiberNet 将光纤网络连接到两个 TierPoint 数据中心。(讯石光通讯网)

谷歌宣布将建造第 14 条海缆，累计已投资 470 亿美元。(36 氪)

#### 【车联网/物联网】

上海市与国家电网有限公司签约,将在泛在电力物联网建设等方面合作。(证券时报)

NB-IoT 进军工业互联，促进制造业产业升级。(通信世界网)

有方科技与海尔、国民科技联手打造全新物联安全平台。(新浪 VR)

#### 【运营商】

中国电信提请股东大会批准委任刘桂清及王国权为执行董事。(C114)

中国电信翼云工业互联网平台首个签约合作区域平台——蜂巢 DC+平台在济南发布。(C114)

北京联通将购万台 10G EPON 智能网关：中兴、天邑入选。(飞象网)

中国联通携手华为展示网络即服务，面向行业用户提供公有云核心网方案。(C114)

#### 【其他】

锐捷网络以最大份额中标中国电信集团 2019 年 WLAN 集采。(C114)

### 4. 重要公告

#### 1、增持、减持&回购

【佳讯飞鸿 300213】控股股东、实际控制人郑贵祥先生减持公司股份 11,800,000 股，占目前公司总股本的 1.98%，股票买入方为北京中海丰润投资管理中心。

【纵横通信 603602】股东上海晨灿拟减持其持有的公司股份不超过 4,704,000 股，占公司总股本的 3%。

【万隆光电 300710】股东源美管理拟减持公司股份不超过 843,900 股，占公司总股本的 1.23%。

【新易盛 300502】控股股东、实际控制人高光荣先生（董事长）、胡学民先生（董事）拟减持本公司股份合计不超过 10,767,250，不超过公司当时总股本的 4.5%。

## 2、重大合同&中标

【中嘉博创 000889】确定其全资子公司嘉华信息为中国建设银行股份有限公司信用卡中心信用卡电话外呼营销业务外包服务项目中标人。

## 3、限售解禁

【初灵信息 300250】可解除限售股份数量为 3,998,874 股，占公司总股本的 1.82%，实际可上市流通数量为 3,088,874 股，占公司总股本的 1.40%。

## 4、分红派息

【国脉科技 002093】以总股本 100,750 万股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 0.150 元人民币，将于 2019 年 7 月 12 日通过股东托管证券公司（或其他托管机构）直接划入其资金账户。

## 5. 风险提示

5G 建设进程不及预期；运营商资本开支不及预期。

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>