

行业业绩分化，

5G 早周期板块率先发力

分析师：

分析师：费瑶瑶

执业证书：S0380518040001

联系电话：0755-82830333 (107)

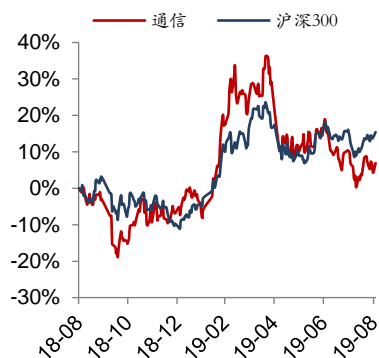
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：冯喜洋

联系电话：0755-82830333 (108)

邮箱：fengxy@wanhesec.com

行业走势：



- ◆ 行业业绩与上年同期基本持平，整体景气度未见明显改善。以我们观测的 97 家上市公司为样本，剔除中国联通、中兴通讯、ST* 信威后，2019H1 行业营业总收入为 1851.50 亿元，同比下降 0.68%，归母净利润为 105.74 亿元，同比下降 2.10%。2019Q2，营业总收入为 972.51 亿元，同比下降 7.03%，归母净利润为 58.49 亿元，同比下降 6.30%。
- ◆ 子板块业绩分化较为明显，多数子板块业绩增速下滑。从营收角度来看，营收增速由负转正的仅有主设备板块。主设备营收及归母净利润增速由负转正，主要因为中兴通讯在中美贸易风波中业务逐渐全面恢复。从归母净利润角度来看，同比增速增幅最大的是物联网、IT 系统及大数据板块。主设备、光器件等板块盈利能力有较为明显的改善。
- ◆ 天线射频、光模块等板块复苏态势明显，5G 新周期已经开启。从板块受益先后顺序来看，天线射频板块最先受益，主要受益于海内外 5G 投资及海外 4G 建设需求，根据三大运营商的规划，2019 年预计的无线侧投资合计将达 1397 亿元，较去年将增长 19.40%，增速提升 27.97pct；主设备板块将持续受益，2019Q2 板块迎来拐点，营收同比增速由负转正，为 23.88%；光器件板块随后受益，由于新产品尚未全面导入，导致 2019H1 板块营收略有下滑，2019Q2 板块营收同比下降 1.77%，较 2019Q1 跌幅收窄 8.03pct。
- ◆ 投资建议：综合考虑当前的国际形势与技术趋势，我们认为当下主要有三条较为清晰的投资主线。第一，随着 5G 规模建设的推进，产业链中系统主设备、光器件、天线射频等细分板块将直接受益。第二，流量需求持续爆发，4G 网络及数据中心扩容成为确定性趋势。流量爆发将推动数据中心扩容，5G 时代超大型云计算数据中心和边缘型数据中心建设将齐头并进，为 IDC 运营商、数通光模块供应商带来较大的增量市场空间。第三，国产替代将成为长期确定性趋势。贸易格局重塑将是一个长期的过程，中美贸易摩擦大概率在较长时间内反复。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，5G 投资及建设进展不及预期。



目录

一、	上半年行业业绩整体分化	4
(一)	2019H1 行业业绩回顾	4
(二)	2019H1 细分板块业绩回顾	5
二、	5G 早周期板块率先发力	8
(一)	运营商板块：4G 流量红利消耗殆尽，业绩整体承压	8
(二)	主设备板块：持续受益于 5G 建设，中兴通讯扭亏为盈	9
(三)	IDC/CDN 板块：业绩增速放缓，马太效应凸显	10
(四)	光器件板块：景气度逐步提升，头部企业表现亮眼	11
(五)	光纤光缆板块：行业需求放缓，业绩下滑明显	12
(六)	天线射频板块：受益于 5G 建设加速，业绩表现亮眼	13
(七)	物联网板块：应用场景不断培育，盈利空间改善	14
三、	投资建议	15
四、	风险提示	16

图表 1	2013-2019H1 剔除前后行业营收及同比增速 (亿元, %)	4
图表 2	2018Q1-2019Q2 剔除前后行业营业收入同比增速 (%)	5
图表 3	2018Q1-2019Q2 剔除前后行业归母净利润同比增速 (亿元, %)	5
图表 4	2018Q1-2019Q2 剔除前后行业营业收入同比增速 (%)	5
图表 5	2018Q1-2019Q2 剔除前后行业归母净利润同比增速 (%)	5
图表 6	2018H1 及 2019H1 各细分行业营业收入同比增速 (%)	6
图表 7	2018H1 及 2019H1 各细分行业归母净利润同比增速 (%)	6
图表 8	2007-2019E 三大运营商资本开支情况 (亿元, %)	7
图表 9	2010-2019E 三大运营商无线侧及传输侧投资情况 (亿元, %)	7
图表 10	2018H1 及 2019H1 各细分行业归母净利润同比增速 (%)	8
图表 11	2018Q1-2019Q2 运营商板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	8
图表 12	2018Q1-2019Q2 运营商板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	8
图表 13	2017-2019Q2 运营商板块毛利率及净利率 (%)	9
图表 14	2018Q1-2019Q2 主设备板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	9
图表 15	2018Q1-2019Q2 主设备板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	9
图表 16	2017-2019Q2 主设备板块毛利率及净利率 (%)	10
图表 17	2018Q1-2019Q2 IDC/CDN 板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	10
图表 18	2018Q1-2019Q2 IDC/CDN 板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	10
图表 19	2017-2019Q2 IDC/CDN 板块毛利率及净利率 (%)	11
图表 20	2018Q1-2019Q2 光器件板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	11
图表 21	2018Q1-2019Q2 光器件板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	11
图表 22	2017-2019Q2 光器件板块毛利率及净利率 (%)	12
图表 23	2018Q1-2019Q2 光纤光缆板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	12
图表 24	2018Q1-2019Q2 光纤光缆板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	12
图表 25	2017-2019Q2 光纤光缆板块毛利率及净利率 (%)	13
图表 26	2018Q1-2019Q2 天线射频板块营业收入及同比增速 (剔除*ST 北讯) (亿元, %)	14
图表 27	2018Q1-2019Q2 天线射频板块归母净利润及同比增速 (剔除*ST 北讯) (亿元, %)	14
图表 28	2017-2019Q2 天线射频板块毛利率及净利率 (剔除*ST 北讯) (%)	14
图表 29	2018Q1-2019Q2 物联网板块营业收入及同比增速 (亿元, %)	15
图表 30	2018Q1-2019Q2 物联网板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)	15
图表 31	2017-2019Q2 物联网板块毛利率及净利率 (%)	15
图表 32	2010-2019E 三大运营商无线侧及传输侧投资占比情况 (亿元, %)	16

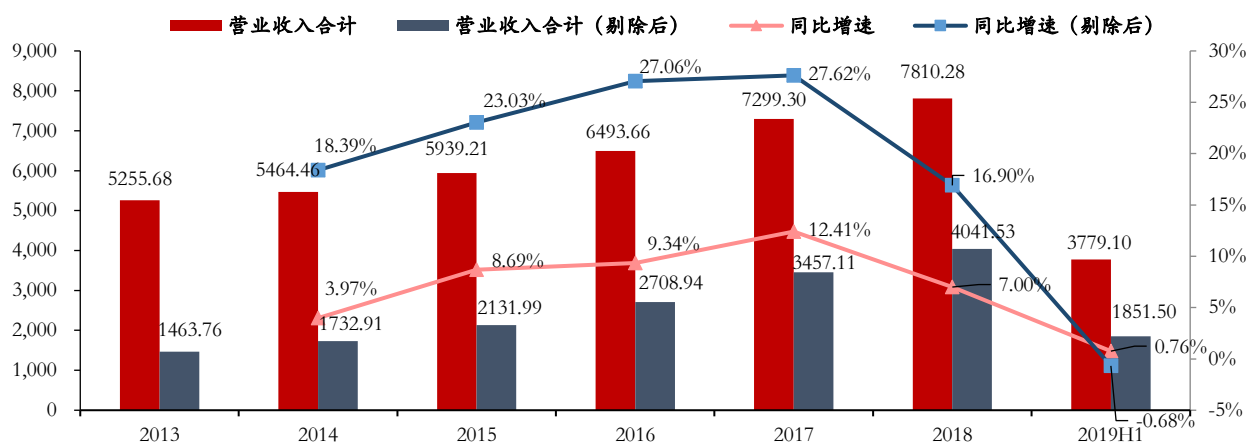
一、上半年行业业绩整体分化

(一) 2019H1 行业业绩回顾

2019 年上半年，以我们观测的通信行业 97 家上市公司为样本，行业整体实现营业收入 3779.10 亿元，同比增长 0.76%，实现归母净利润-4.91 亿元，同比下降 109.61%；剔除中国联通、中兴通讯及 ST*信威后，营业总收入为 1851.50 亿元，同比下降 0.68%，归母净利润为 105.74 亿元，同比下降 2.10%。

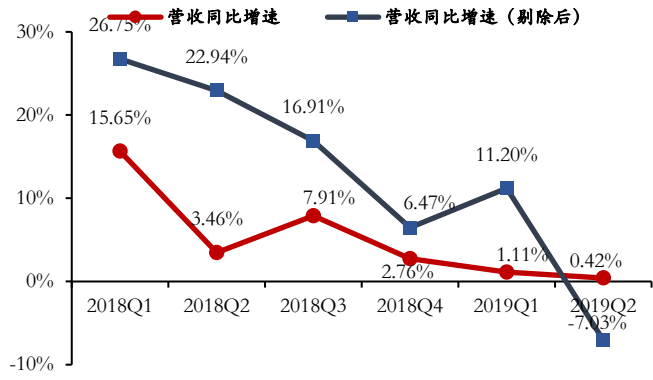
2019 年第二季度，整体实现营业收入 1915.88 亿元，同比增长 0.41%；剔除中国联通、中兴通讯及 ST*信威后，营业总收入为 972.51 亿元，同比下降 7.03%。归母净利润为-75.67 亿元，同比下降 248.71%，剔除中国联通、中兴通讯及 ST*信威后，归母净利润为 58.49 亿元，同比下降 6.3%。整体而言，2019 年 H1，通信行业业绩整体仍然承压，主要是由于上半年处于 4G 末期，运营商资本开支水平保持较低水平，导致行业业绩增速不及预期，但 2019 年第二季度的业绩反应行业业绩下降趋势有所减缓，随着 5G 牌照发放，在运营商开始小规模建设 5G 网络的下半年，行业业绩有望受益见底回升。

图表 1 2013-2019H1 剔除前后行业营收及同比增速 (亿元, %)



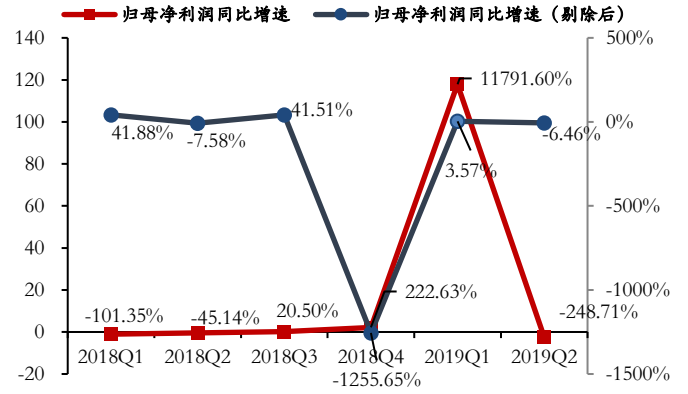
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 2 2018Q1-2019Q2 剔除前后行业营业收入同比增长 (%)



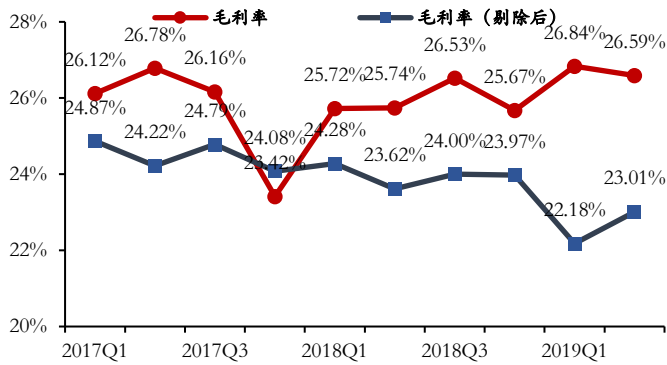
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 3 2018Q1-2019Q2 剔除前后行业归母净利润同比增长 (亿元, %)



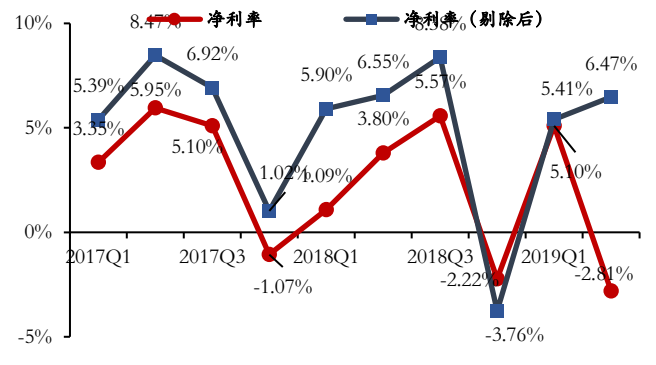
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 4 2018Q1-2019Q2 剔除前后行业营业收入同比增长 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 5 2018Q1-2019Q2 剔除前后行业归母净利润同比增长 (%)

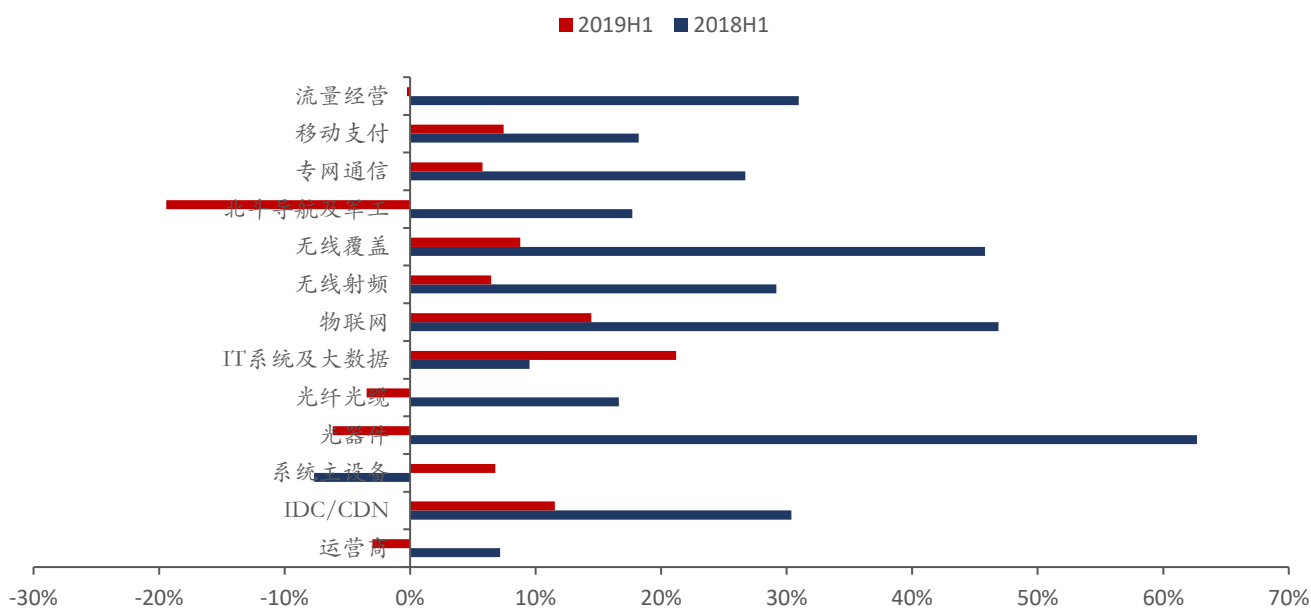


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(二) 2019H1 细分板块业绩回顾

我们将观测的 97 家通信行业上市公司分为 13 个细分行业, 通过横向对比发现细分板块 2019H1 业绩分化较为明显。从营业收入角度来看, 流量经营、北斗导航及军工、光纤光缆、光器件、运营商等细分板块营业收入增速转正为负。北斗导航及军工板块, 受*ST 信威经营情况异常影响, 板块营业收入及归母净利润均大幅下滑。营收增速由负转正的仅有系统主设备板块。系统主设备营收及归母净利润增速由负转正, 主要是受中兴通讯在中美贸易风波中业务逐渐全面恢复的影响。

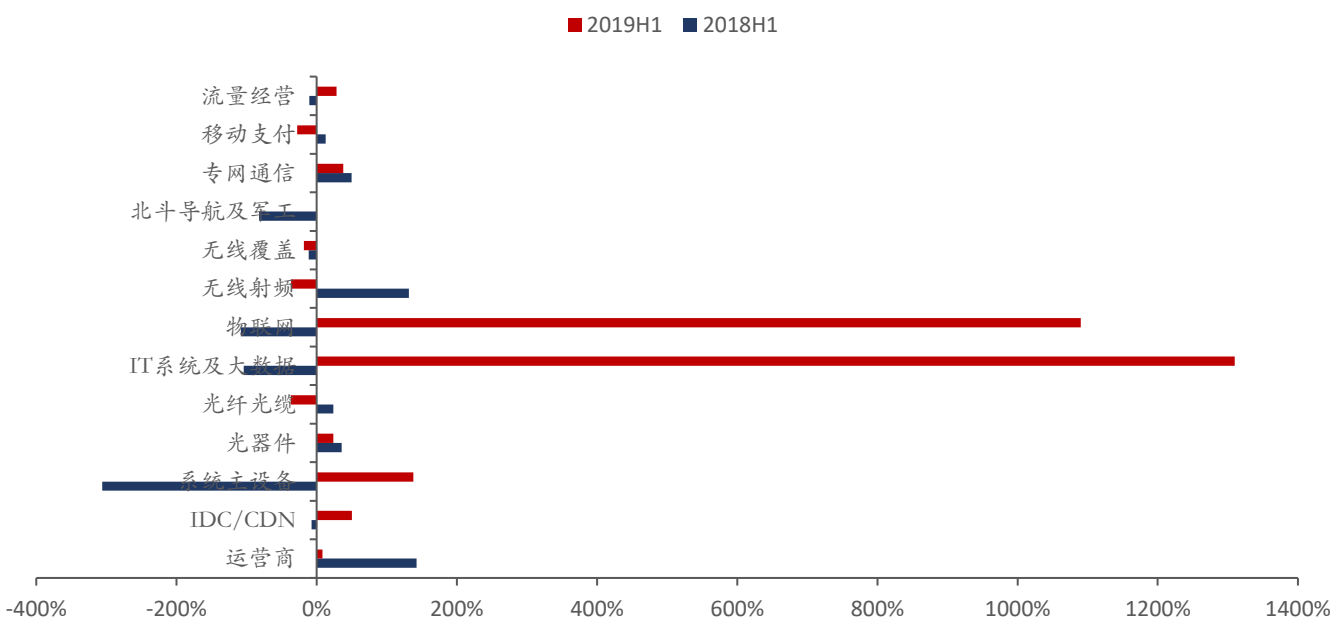
图表 6 2018H1 及 2019H1 各细分行业营业收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

从归母净利润角度来看，流量经营、物联网、IT 系统及大数据、系统主设备、IDC/CDN 等细分板块归母净利润同比增速由负转正，其中物联网、IT 系统及大数据两个板块的业绩反转最为明显，2019H1 归母净利润同比增速分别为 1090.13%、1309.91%。无线射频、光纤光缆、移动支付板块归母净利润增速转正为负。

图表 7 2018H1 及 2019H1 各细分行业归母净利润同比增速 (%)

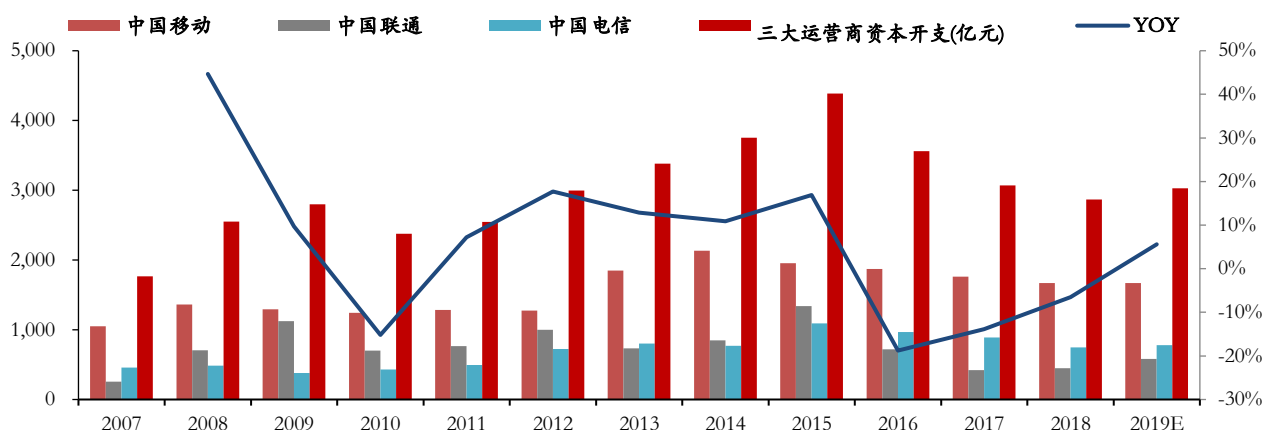


资料来源：Wind，万和证券研究所

根据三大运营商年报披露数据，2019 年三大运营商资本开支规划合计为 3029 亿元，同比增长 5.58%，其中 332 亿元用于 5G 投资，2019 年运营商资本开支触底回升，尽管回升幅度不大，但将带动产业链一定程度回暖；从毛

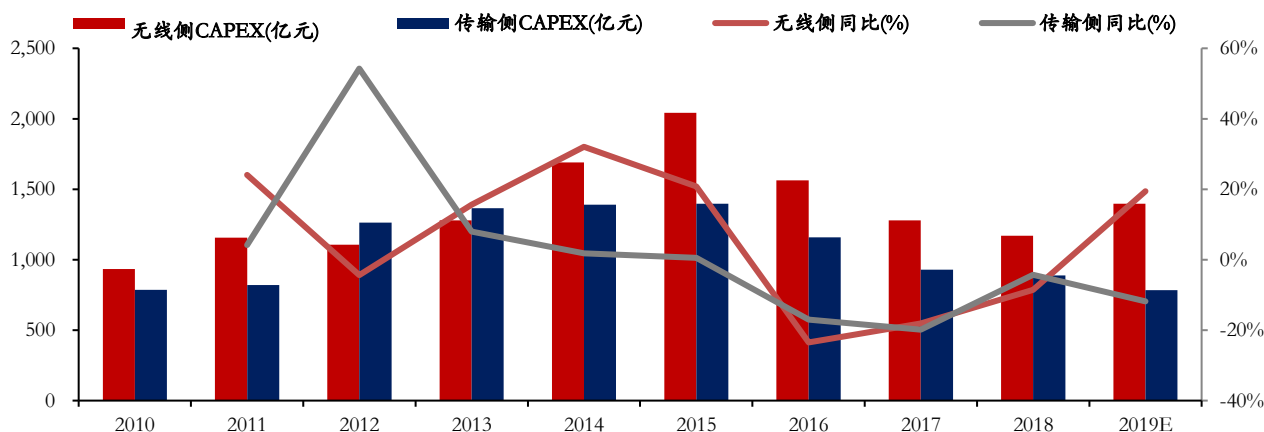
利率角度来看，产业链毛利率均有所改善，运营商、主设备、光器件板块毛利率均有一定提升，板块毛利率分别提升 1.14pct、4.93pct、2.92pct，从板块受益先后顺序来看，天线射频板块最先受益，主要受益于海内外 5G 投资及海外 4G 建设需求，根据三大运营商的规划，2019 年预计的无线侧投资合计将达 1397 亿元，较去年将增长 19.40%，增速提升 27.97pct；主设备板块将持续受益，2019Q2 板块迎来拐点，营收同比增速由负转正，为 23.88%；光器件板块随后受益，由于新产品尚未全面导入，导致 2019H1 板块营收略有下滑，2019Q2 板块营收同比下降 1.77%，较 2019Q1 跌幅收窄 8.03pct。

图表 8 2007-2019E 三大运营商资本开支情况 (亿元, %)



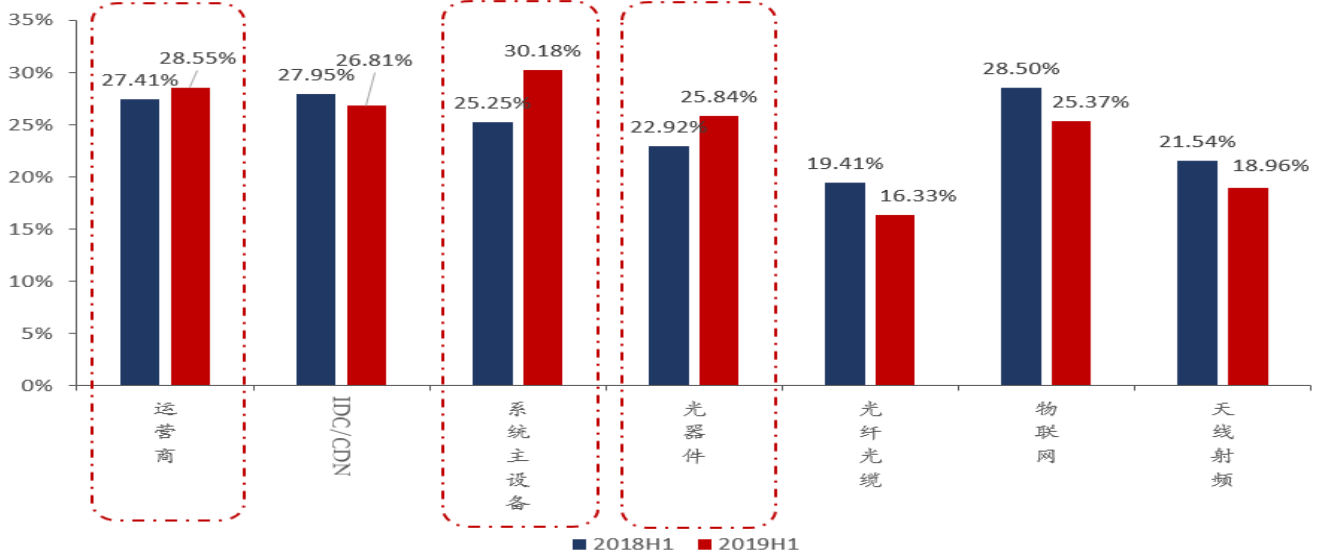
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 9 2010-2019E 三大运营商无线侧及传输侧投资情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 10 2018H1 及 2019H1 各细分行业归母净利润同比增速 (%)



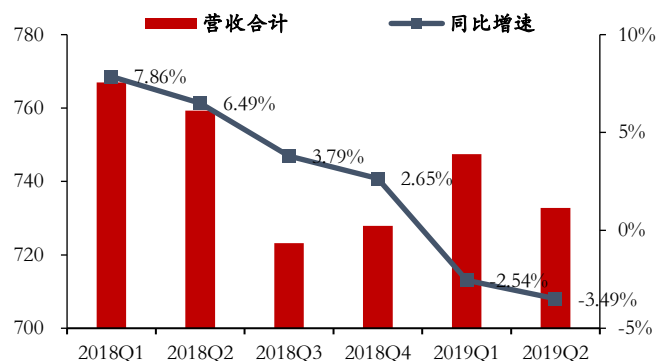
资料来源：Wind，万和证券研究所

二、5G 早周期板块率先发力

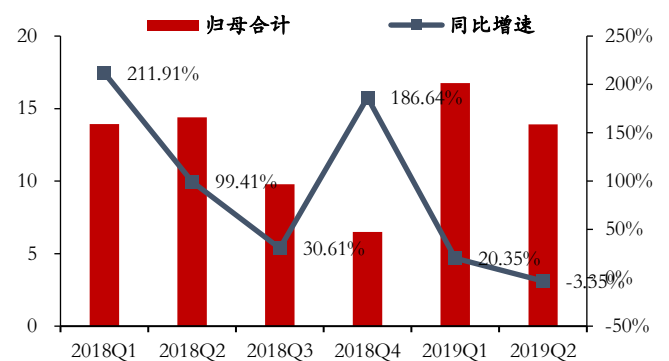
(一) 运营商板块：4G 流量红利消耗殆尽，业绩整体承压

2019H1 运营商板块营业收入同比小幅下滑，同比下降 3.01%；中国联通及鹏博士营收同比分别下降 2.78%、12.72%；归母净利润方面，中国联通及鹏博士归母净利润分别为 16.75%、-78.94%；2019H1 板块毛利率为 28.55%，较上年同期增加 1.14pct。在“提速降费”的大政策背景下，4G 时代的流量红利消耗殆尽，5G 应用尚未全面落地，运营商承受较大的运营压力，造成运营商业绩整体不及预期。中国联通大力巩固 4G 网络能力，同时在 5G 建设中与中国电信达成基站“共建共享”合作，公司的资本开支得到有效控制的同时，盈利能力得到进一步提升。

图表 11 2018Q1-2019Q2 运营商板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



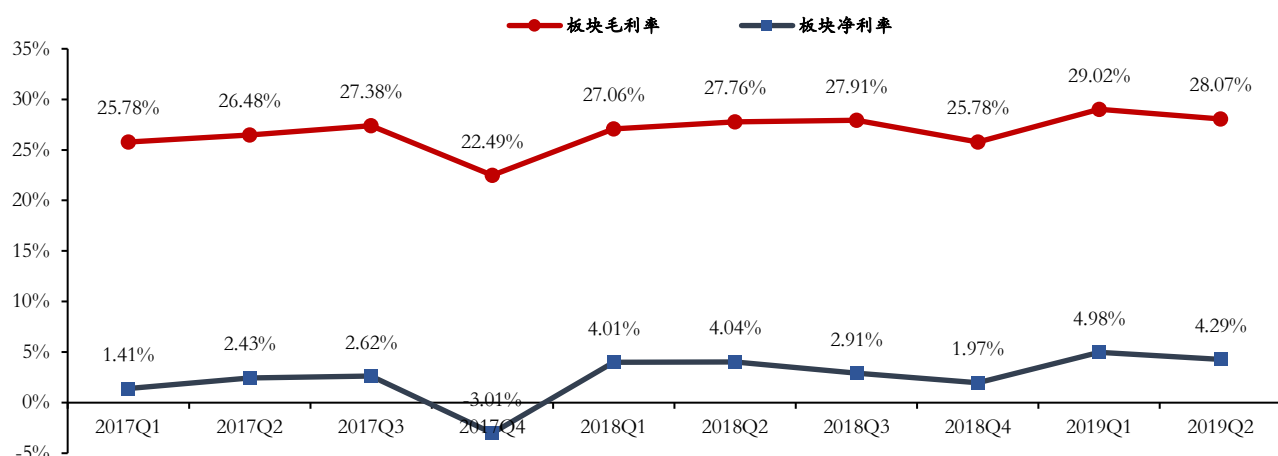
图表 12 2018Q1-2019Q2 运营商板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 13 2017-2019Q2 运营商板块毛利率及净利率 (%)

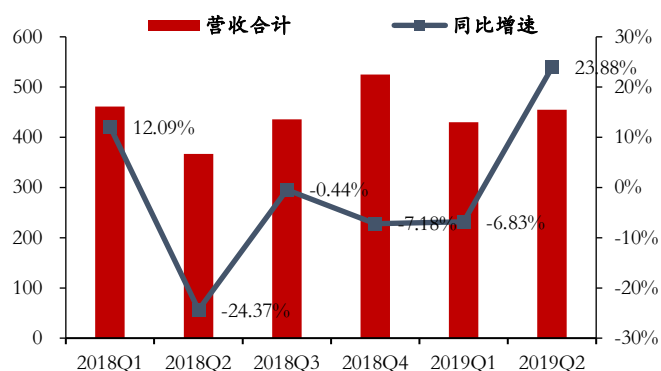


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 主设备板块：持续受益于 5G 建设，中兴通讯扭亏为盈

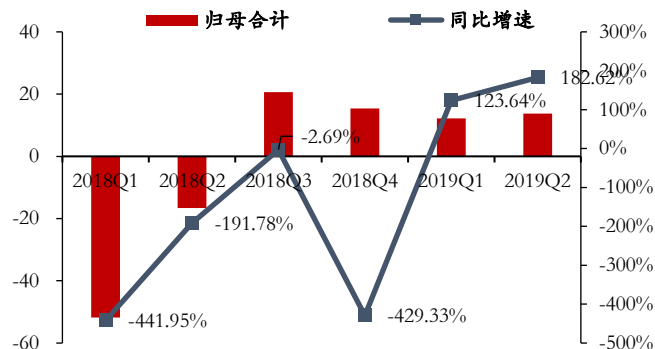
2019H1 营业收入为 884.40 亿元，同比增长 6.78%，归母净利润 25.94 亿元，同比下降 137.94%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为 -6.83%、23.88%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为 123.64%、182.62%。2019H1 板块毛利率为 30.18%，较上年同期增加 4.93pct。全球正在加快 5G 商用部署，我国也即将进入 5G 规模建设期，运营商对 5G 网络设备需求大幅增长，同时也受到 4G 扩容的影响，带动上游相关业务景气度上行，无线通信设备商收入恢复增长，2019H1 中兴通讯业绩扭亏为盈，业务开始全面恢复，2019H1 营收同比增长 13.1%，归母净利润同比增长 118.8%。其中运营商网络业务营收同比增长 38.2%，其中 FDD 系统设备及光传送产品表现最为亮眼。

图表 14 2018Q1-2019Q2 主设备板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



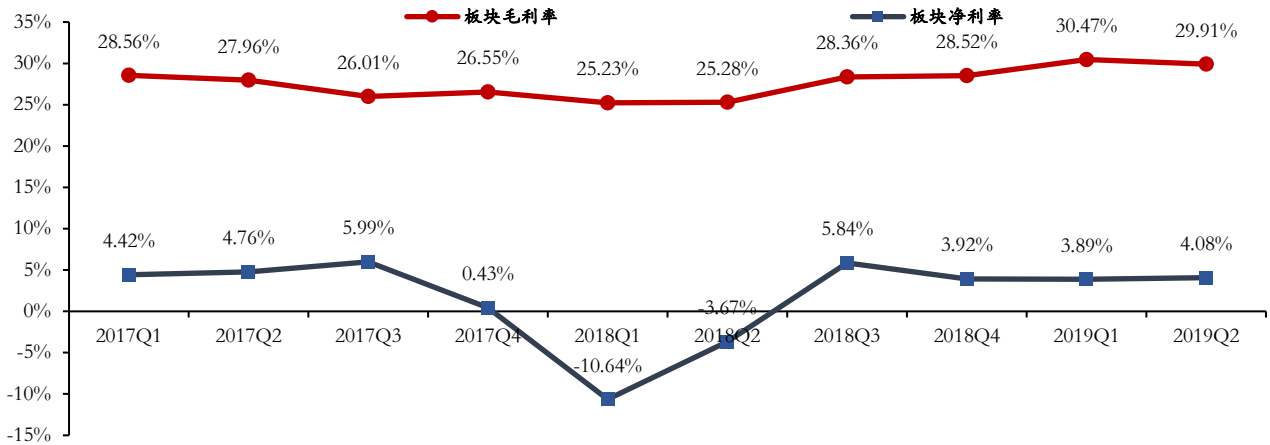
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 15 2018Q1-2019Q2 主设备板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 16 2017-2019Q2 主设备板块毛利率及净利率 (%)

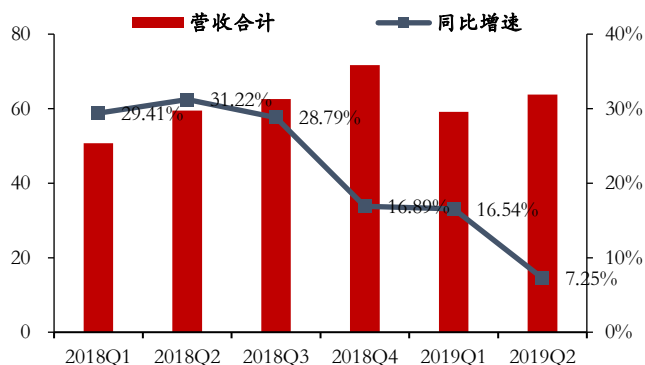


资料来源：Wind，万和证券研究所

(三) IDC/CDN 板块：业绩增速放缓，马太效应凸显

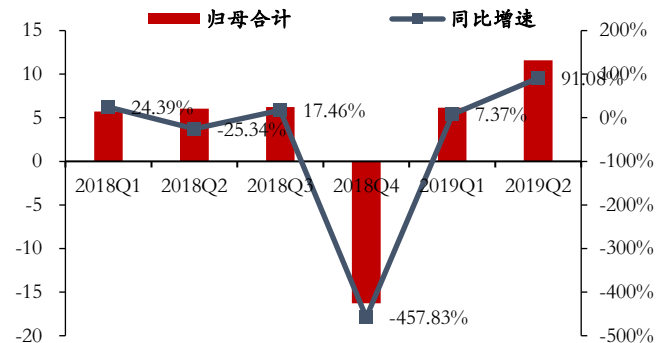
2019H1 营业收入为 122.86 亿元，同比增长 11.52%，归母净利润 17.73 亿元，同比增长 50.43%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为 16.54%、7.25%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为 7.37%、91.08%。2019H1 板块毛利率为 26.81%，较上年同期下降 1.14pct。2019H1 服务器出货量增速下滑，同时头部互联网公司资本开支计划调整，数据中心内部网络架构升级计划可能延后，因此行业整体的上架率有所放缓。近年来，行业能耗指标监管趋严，行业整体的毛利率水平下滑，头部企业借助领先的战略布局毛利率仍然保持在较高水平。

图表 17 2018Q1-2019Q2 IDC/CDN 板块营业收入及同比增速 (亿元，%)



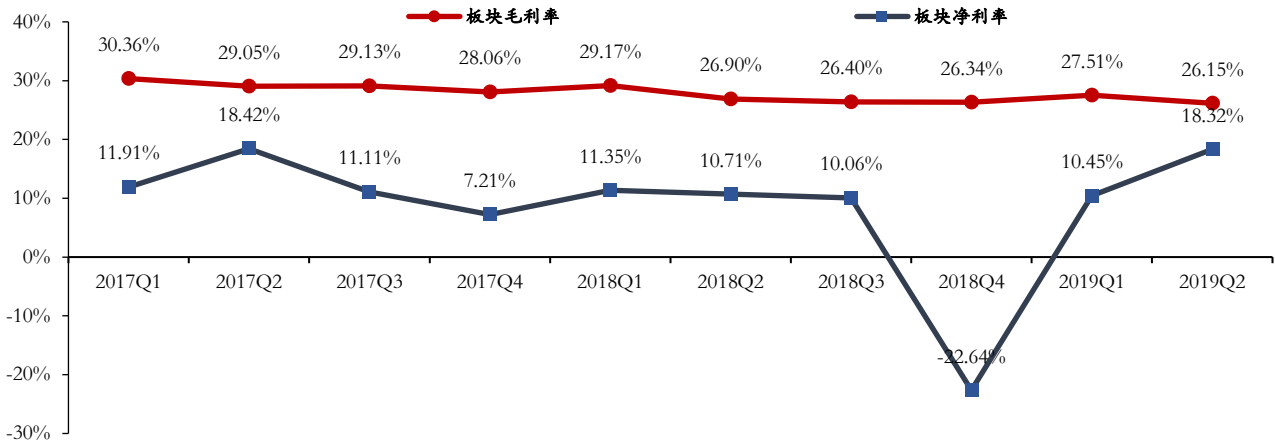
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 18 2018Q1-2019Q2 IDC/CDN 板块归母净利润及同比增速 (亿元，%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 19 2017-2019Q2 IDC/CDN 板块毛利率及净利率 (%)

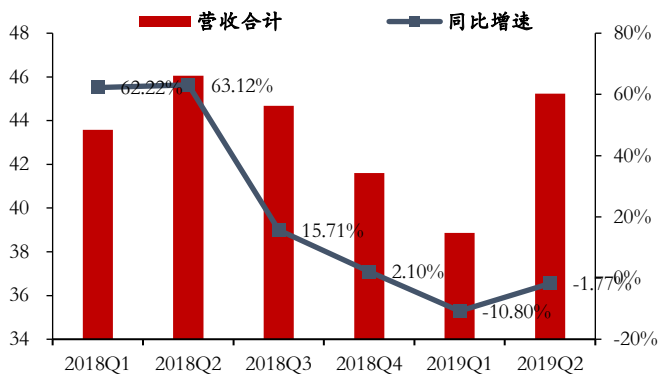


资料来源：Wind，万和证券研究所

(四) 光器件板块：景气度逐步提升，头部企业表现亮眼

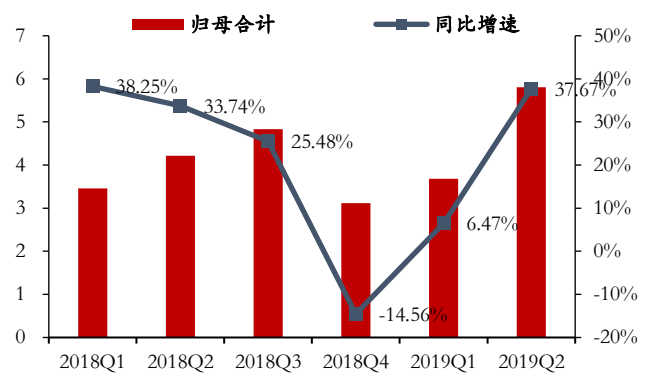
2019H1 营业收入为 84.10 亿元，同比下降 6.16%，归母净利润 9.49 亿元，同比增长 23.61%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为-10.80%、-1.77%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为 6.47%、37.67%。2019H1 板块毛利率为 25.84%，较上年同期增加 2.92pct。主要原因是 2019H1 行业龙头企业的毛利率大幅提升，其中，中际旭创高端光模块整体毛利率为 28.7%，同比提升 3.6pct，新易盛点对点光模块毛利率 33.5%，同比提升 14.9pct。电信市场中，2019H1 5G 规模集采尚未开启，受限于电信运营商资本开支水平较低，电信光模块市场需求水平较低。数通市场中，2019Q1 北美云厂商资本开支表现疲软，同时进行库存调整，在 2019Q2 开始，云厂商资本开支开始回暖，库存放量接近尾声，市场对于数通光模块的需求逐步增加。

图表 20 2018Q1-2019Q2 光器件板块营业收入及同比增速 (亿元，%)



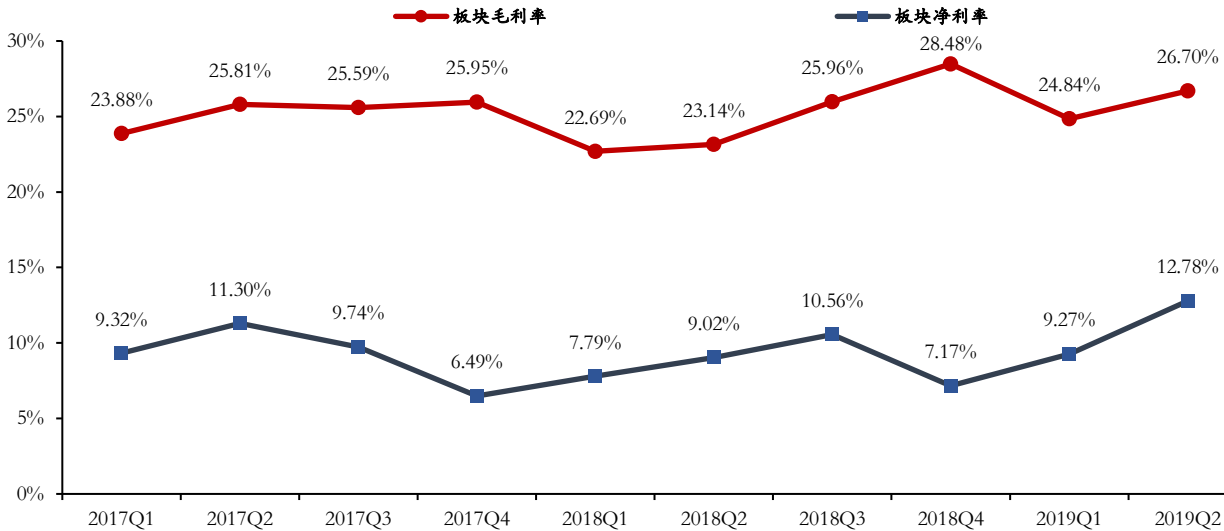
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 21 2018Q1-2019Q2 光器件板块归母净利润及同比增速 (亿元，%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 22 2017-2019Q2 光器件板块毛利率及净利率 (%)

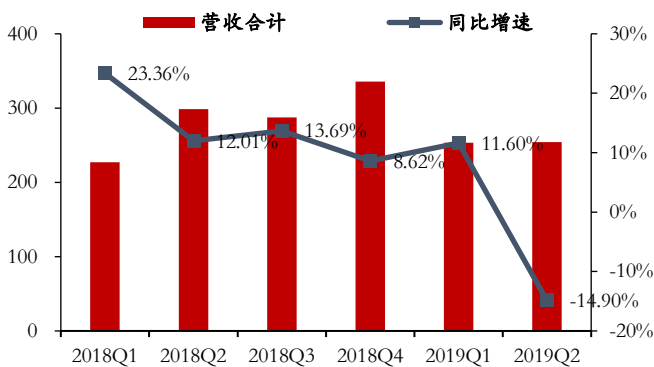


资料来源：Wind，万和证券研究所

(五) 光纤光缆板块：行业需求放缓，业绩下滑明显

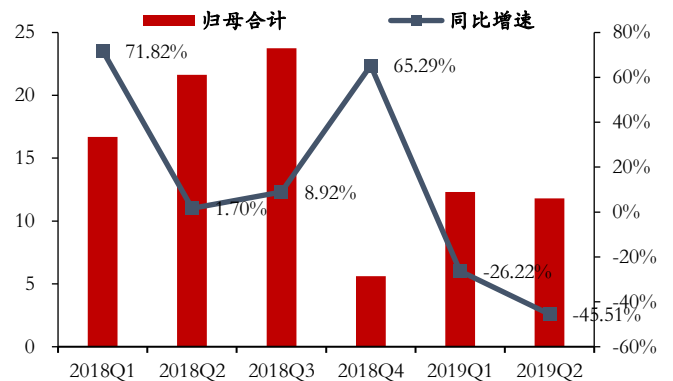
2019H1 营业收入为 507.34 亿元，同比下降 3.45%，归母净利润 24.12 亿元，同比下降 37.11%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为 11.60%、-14.90%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为-26.22%、-45.51%。2019H1 板块毛利率为 16.33%，较上年同期减少 3.08pct。主要原因是光纤光缆的集采价格大幅下降。根据中国电信近期公布的 2019 年室外光缆集采中标情况，集采规模基本与去年的光缆集采持平，但厂商投标价格出现了断崖式下跌。2019H1 中国移动及中国电信普缆招标延后，导致行业的供需关系发生明显变化，从行业龙头长飞光纤的运营情况来看，公司预制棒及光纤业务实现收入约 10.7 亿元，同比下降 55.6%，毛利率下降至 46.8%，相较上年减少约 2.7pct。

图表 23 2018Q1-2019Q2 光纤光缆板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



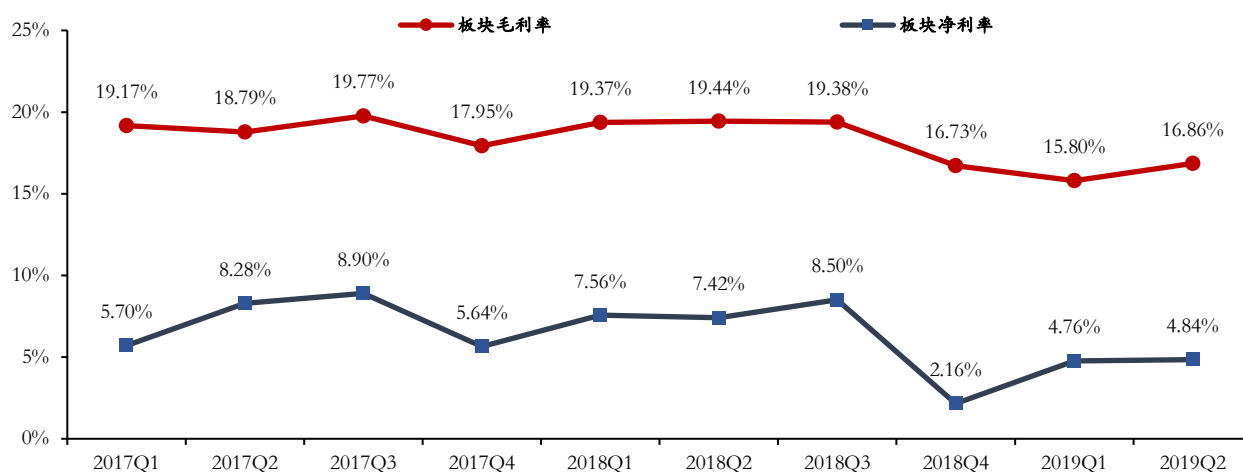
资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 24 2018Q1-2019Q2 光纤光缆板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 25 2017-2019Q2 光纤光缆板块毛利率及净利率 (%)

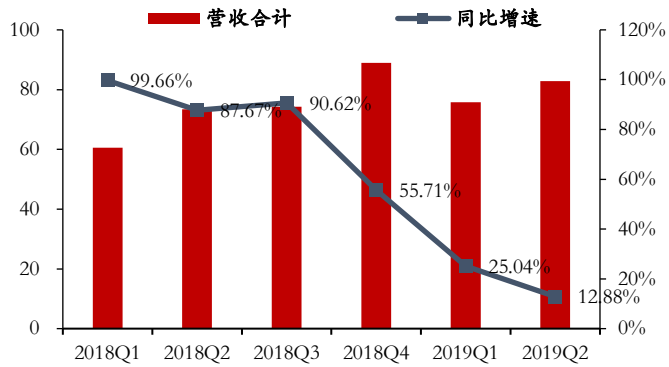


资料来源：Wind，万和证券研究所

(六) 天线射频板块：受益于 5G 建设加速，业绩表现亮眼

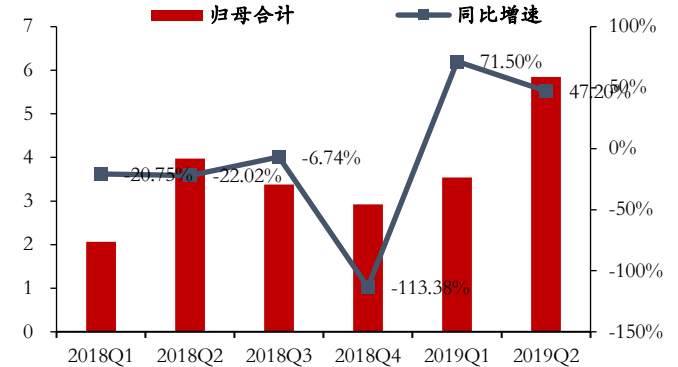
天线射频板块包括天线、滤波器、连接器、功放等细分板块公司，板块 2019H1 营业收入为 163.60 亿元，同比增加 6.46%，归母净利润 5.50 亿元，同比减少 36.35%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为 25.04%、12.88%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为 71.50%、47.20%。2019H1 板块毛利率为 18.96%，较上年同期减少 2.58pct。2019 年作为 5G 商用元年，天线射频类企业受益于 5G 建设加速，整体业绩维持较快速度增长。虽然受限于运营商资本开支维持较低水平，但其中运营商对无线侧的投资比重明显增加，在细分板块中，滤波器及射频器件厂商业绩有亮眼增长，2019H1 武汉凡谷营业收入及归母净利润分别同比增长 47.1%、199.4%，公司的滤波器及双工器毛利率提升了 3.0、4.1pct。受益于 5G 基站结构的变化，5G 时代为天线行业带来较大的增量市场，相关企业整体表现较好，以通宇通讯为例，公司 2019H1 收入及归母净利润分别同比增长 18.8%、27.5%，其中，微波天线产品收入同比增长 82.5%。

图表 26 2018Q1-2019Q2 天线射频板块营业收入及同比增速 (剔除*ST 北讯) (亿元, %)



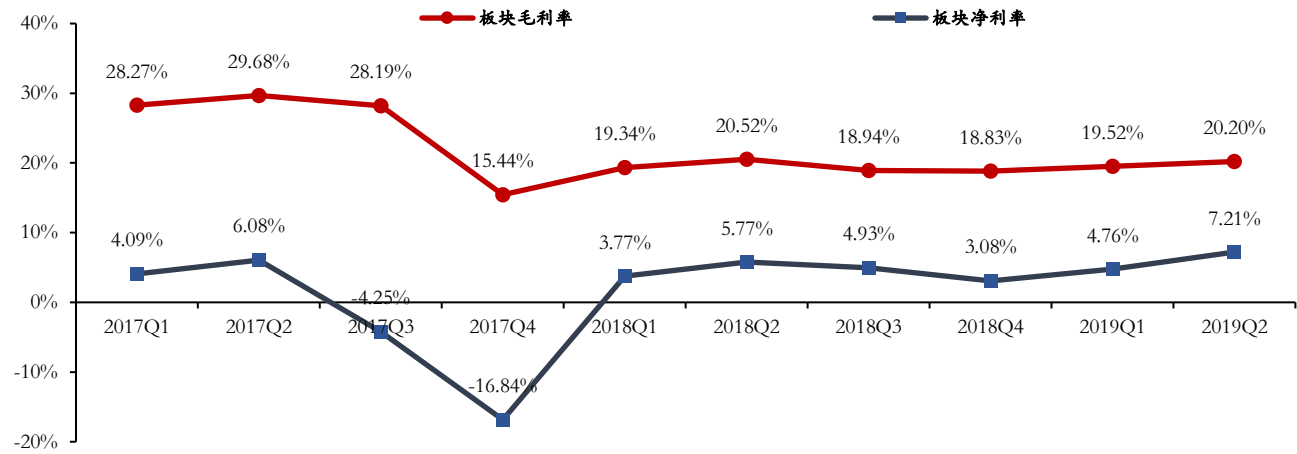
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 27 2018Q1-2019Q2 天线射频板块归母净利润及同比增速 (剔除*ST 北讯) (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 28 2017-2019Q2 天线射频板块毛利率及净利率 (剔除*ST 北讯) (%)

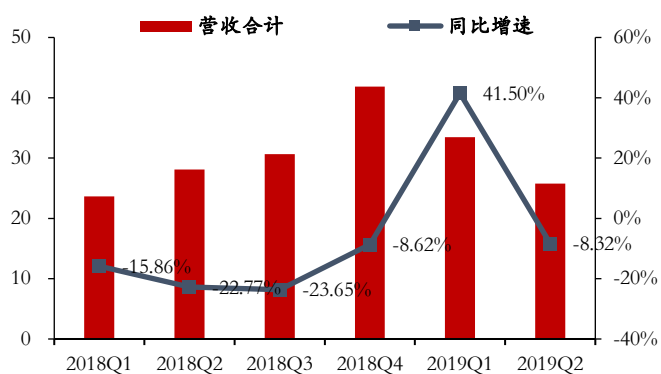


资料来源: Wind, 万和证券研究所

(七) 物联网板块: 应用场景不断培育, 盈利空间改善

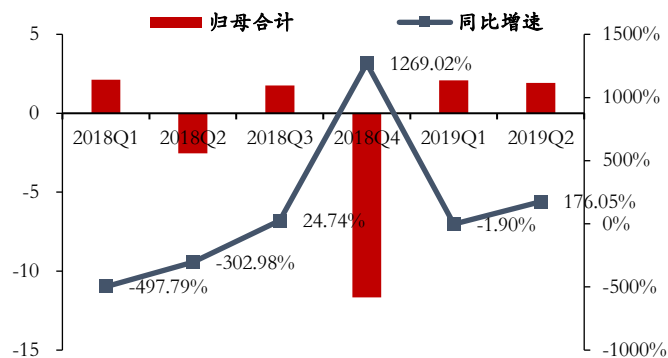
2019H1 营业收入为 59.26 亿元, 同比增加 14.45%, 归母净利润 4.02 亿元, 同比增加 1090.13%。2019Q1-2019Q2 营业收入同比增速分别为 41.50%、-8.32%。2019Q1-2019Q2 归母净利润同比增速分别为-1.90%、176.05%。2019H1 板块毛利率为 25.37%, 较上年同期减少 3.13pct。根据我国工信部规划, 2020 年我国物联网产业规模将突破 1.5 万亿元。物联网应用市场前景广阔, 随着 NB-IOT、移动互联网网络的不断完善, 多样的场景及需求正在不断培育, 行业业绩处于快速增长阶段。以日海智能为例, 2019H1 公司物联网业务收入同比增长 137%。

图表 29 2018Q1-2019Q2 物联网板块营业收入及同比增速 (亿元, %)



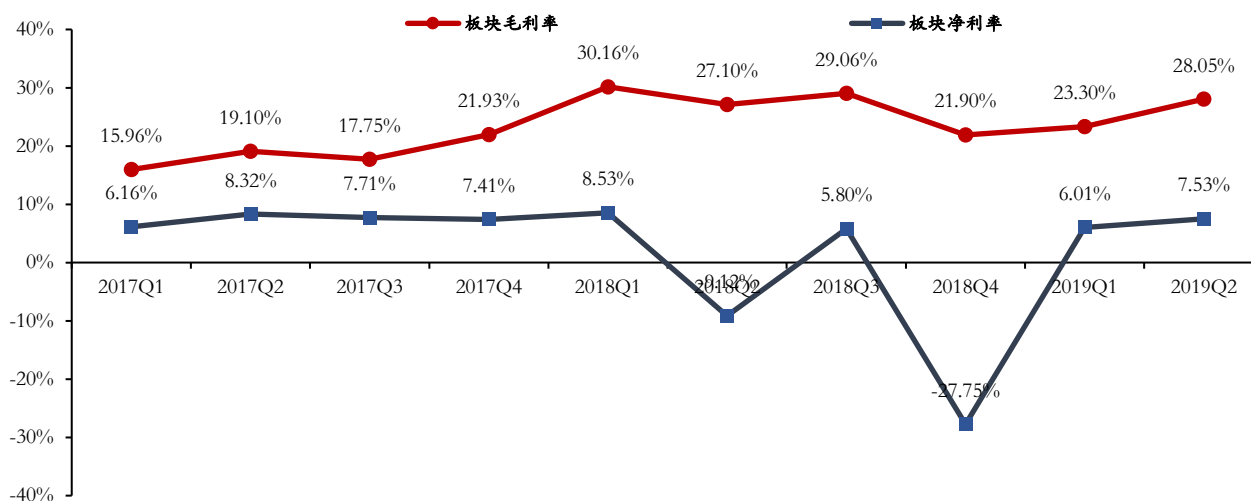
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 30 2018Q1-2019Q2 物联网板块归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 31 2017-2019Q2 物联网板块毛利率及净利率 (%)

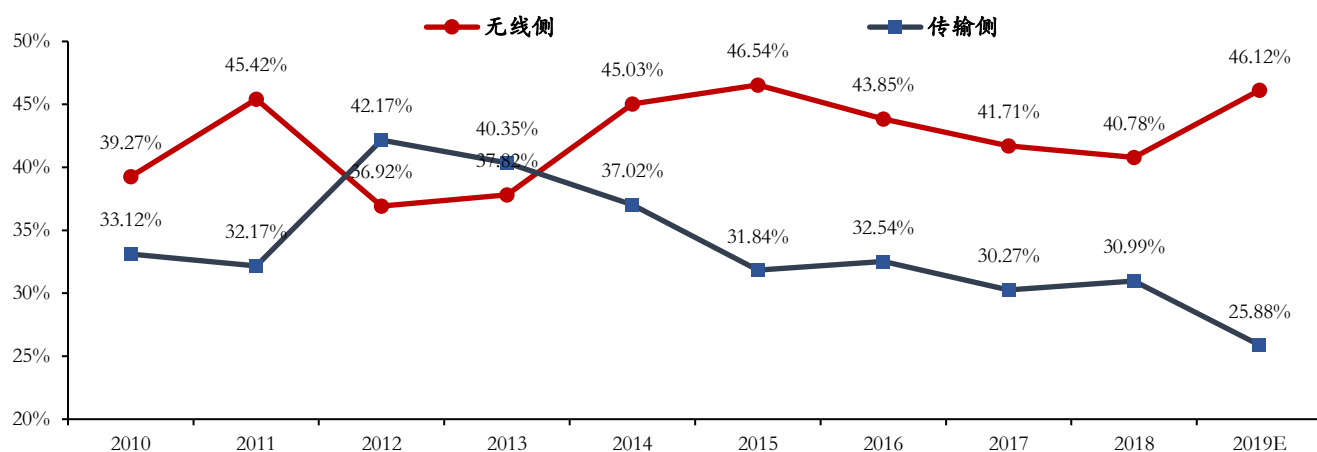


资料来源: Wind, 万和证券研究所

三、投资建议

2019 年是 5G 的元年, 5G 建设进程不断加速, 按照行业内细分板块受益于 5G 规模建设的先后顺序, 天线射频、光器件等早周期板块已经从 2019H1 的业绩开始有亮眼表现, 进入业绩兑现期。运营商、物联网、专网通信等板块相对滞后, 2019H1 的业绩未有明显体现。回顾我国 4G 时代的网络建设进程, 预计 2020 年-2023 年将处于资本扩张期, 运营商将有超 40% 的资本支出用于无线侧网络建设, 行业景气度将迎来持续改善。

图表 32 2010-2019E 三大运营商无线侧及传输侧投资占比情况 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

综合考虑当前的国际形势与技术趋势，我们认为当下主要有三条较为清晰的投资主线。第一，随着 5G 规模建设的推进，产业链中主设备、光器件、天线射频等细分板块将直接受益。全球 5G 建设进展加速，基站发货量持续快速增长，截至 6 月底，华为、诺基亚、爱立信、中兴分别获得 5G 订单 50/42/22/25 个，受欧洲、亚太及中东等地区的 5G 建设拉动，截至 6 月底，华为 5G 基站累计出货 15 万站，预计 2019 年累计出货量将达到 50 万站，中兴累计出货 5 万站。第二，流量需求持续爆发，4G 网络及数据中心扩容成为确定性趋势。2019H1 三大运营商新建 4G 基站 80 万个，流量爆发将推动数据中心扩容，5G 时代超大型云计算数据中心和边缘型数据中心建设将齐头并进，为 IDC 运营商、数通光模块供应商带来较大的增量市场空间。同时，5G 应用落地将推动流量需求进一步释放。根据工信部数据，2019 年 8 月当月户均移动互联网接入流量(DOU)达到 8.64GB,同比增速为 78.3%。在“提速降费”的政策大背景下，ARPU 降幅有限，主要与流量高增长有关。第三，国产替代将成为长期确定性趋势。贸易格局重塑将是一个长期的过程，中美贸易摩擦大概率在较长时间内反复。建议关注通信主设备、光通信、IDC/CDN、国产替代等板块。

四、风险提示

中美贸易摩擦加剧，5G 投资及建设进展不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，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。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>