开源证券

扬长避短、孰重孰轻，估值待重振

通信行业2021年中期投资策略

姓名 赵良毕（分析师）

证书编号：S0790520030005

邮箱：zhaoliangbi@kysec.cn

姓名 戴晶晶（联系人）

证书编号：S0790120040005

邮箱：daijingjing@kysec.cn

2021年5月5日

投资重点从设备转为应用

1. 5G中国领先、核心部件落后现状延续，通信的重点从设备转为应用

中国已建成全球最大的5G网络，5G设备集采商华为、中兴国际领先，同时核心部件特别是关键芯片，高性能器件仍然受制于人，国产替代任务艰巨。可以说我们既有遥遥领先的优势，又有努力追赶的受制于人，扬长避短，孰重孰轻？怎样的发展路径才能持续向上，通信行业的估值有待重估。

2021年Q1基金公司重仓总市值前10名为亿联网络、中兴通讯、中天科技、七一二、新易盛、移远通信、广和通、中国联通、光环新网、光迅科技，从设备已转向应用。5G的大投资周期已暂时告一段落，通信网络特别强调规模效益，随着5G网络的普及，5G应用将是未来超预期的关键方向。

2. 关注部分行业景气度向上，优选估值合理、业绩边际改善明显标的

自2020年第二期集采结束以来（2020年8月），5G基站集采已经停滞半年以上，700M的5G基站集采有望Q2启动，同时由于三家运营商强调同步性，届时三家运营商将同步开展5G设备集采，带来通信板块估值向上。

目前在5G应用中，发展比较快的主要是车联网及5G消息子领域，智能控制器、数通业务领域仍然有较快的发展速率，处于行业景气度向上趋势，考虑中美贸易摩擦以及对华为、中兴通讯的制约仍未解绑，目前估值低位同时未来业绩有望边际改善（PEG<1）标的将是选股策略重点。

推荐标的：光电海缆业务稳健增长同时估值低位的中天科技（600522），智能控制器龙头、汽车电子控制器和T/R芯片带来超预期的和而泰（002402），55元行权价、估值低位同时业绩反转的中国移动（0941），云视频业务持续向好发展的亿联网络（300628）和会畅通讯（300578），物联网终端并强势布局智能汽车的小米集团（1810），国内数通侧光纤连接器龙头同时业绩反转的太辰光（300570），GNSS龙头同时布局车联网、业绩持续改善的华测导航（600327）。

3.风险提示：中美技术摩擦升级带来通信估值的下挫；上游芯片不足带来作为中游的通信板块的业绩不达预期。

目 录

CONTENTS

1 **Q1通信行情回顾**

2 Q2展望及推荐标的

3 风险提示

1.1 2021Q1智能控制器、运营商板块股价表现较好

通信重点子行业中，智能控制器、运营商板块股价表现较好。

按板块划分，智能控制器、运营商板块2021Q1涨幅居首，分别达27.88%、11.73%；光器件、云视频板块有所回调。个股方面，拓邦股份（+36.25%）及中国电信（+24.19%）涨幅较大，中际旭创、东土科技等有所回调。

表1：通信行业主要子板块中智能控制器、运营商涨幅靠前，光器件整体表现有所回调

证券板块	证券简称	2021Q1子版块涨跌幅（%）	2021Q1涨跌幅（%）
设备集成	烽火通信	-16.72	-23.59
	中兴通讯		-12.87
	星网锐捷		-13.70
光器件	中际旭创	-19.49	-30.71
	光迅科技		-23.48
	新易盛		-26.48
	天孚通信		-22.56
	剑桥科技		-19.54
	太辰光		-6.62
	博创科技		-7.07
IDC相关	光环新网	-9.92	0.00
	网宿科技		-6.68
	宝信软件		-15.29
	数据港		-28.35
	鹏博士		-14.88
	奥飞数据		9.66
	科华数据		-13.88
运营商	中国移动	11.73	15.27
	中国联通		-4.26
	中国电信		24.19
物联网及5G应用	高新兴	-12.22	-25.00
	东土科技		-30.10
	广和通		-12.36
	移远通信		11.99
	日海智能		-15.47
	移为通信		-20.78
	梦网科技		6.18
云视频	亿联网络	-14.02	-6.77
	会畅通讯		-28.73
	二六三		-6.57
光纤光缆	通鼎互联	-5.11	-0.49
	长飞光纤		-13.20
	中天科技		5.63
	亨通光电		-12.37
军工通信/北斗导航/专网	杰赛科技	-11.73	-21.28
	华测导航		8.45
	七一二		-17.72
	佳讯飞鸿		-12.96
智能控制器	和而泰	27.88	19.51
	拓邦股份		36.25

数据来源：Wind、开源证券研究所

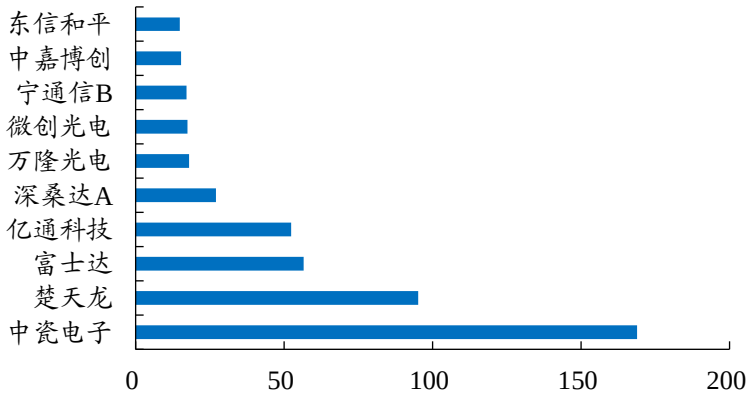
1.2 中瓷电子等领跑通信板块第一季度涨幅榜

通信（中信）板块111家主要公司中，2021Q1股价增长、维持、下跌的股票分别为18、1、92家，下跌为主。

通信板块2021第一季度个股最高涨幅168.85%，最大跌幅-40.75%。

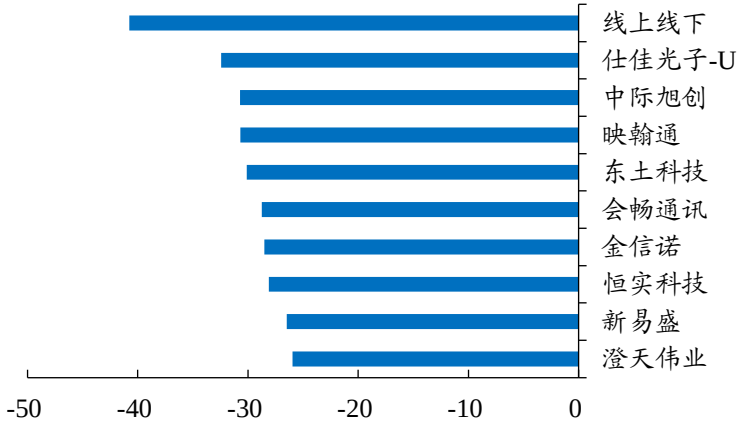
涨幅榜方面，中瓷电子涨幅最大为168.85%；跌幅榜方面，线上线下下跌40.75%。

表2：2021Q1通信行业涨幅榜前十



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2021Q1通信行业跌幅榜前十



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3 2021年Q1基金总持股市值大幅缩减

2021年Q1基金持股通信行业总市值大幅缩水，持股机构家数显著减少

2021Q1基金持股通信行业总市值为1614.24亿元，2020Q1总市值为3648.40亿元，同比缩水近55.75%。前十大重仓股2021Q1基金持股总市值为1446.00亿元，对比2020Q1同比缩减43.84%。持股机构家数方面，前十大重仓股的持股机构数都有明显下降。

2021Q1基金通信行业持股结构进一步集中，中国联通占比大幅上升

2021年Q1通信行业基金前十大重仓股的持股市值占总市值比重为90%，2020年Q1为70.57%，基金持股结构更为集中。2021Q1前十大重仓股中，中国联通成为基金第一重仓股，基金持股市值占通信行业基金持股总市值的比重为58.95%，高于其他公司。

中兴通讯和烽火通信等基金持股市值大幅下降

2021Q1中兴通讯基金持股市值同降18.8ppt，基金持股市值占基金通信行业持股总市值的比重下降至第六位，持股机构数从367家减少至52家。烽火通信、中际旭创等2021Q1未进入通信行业基金前十大重仓股。

表4：2021年Q1通信行业基金前十大重仓股

名称	持股机构数	持股数量（亿股）			持股市值（亿元）			占通信行业持股市值比
		本期	变动	上期	本期	变动	上期	
中国联通	24	222.85	-11.84	234.69	951.58	-95.13	1046.71	58.95%
光环新网	11	6.56	-0.07	6.64	112.68	-1.28	113.96	6.98%
光迅科技	12	3.46	-0.55	4.01	76.93	-39.63	116.55	4.77%
亿联网络	62	0.94	-0.60	1.54	64.39	-48.38	112.78	3.99%
深桑达A	5	2.57	-0.02	2.59	58.35	12.06	46.30	3.62%
中兴通讯	52	1.48	-13.98	15.45	43.33	-476.69	520.02	2.68%
天孚通信	22	1.02	-0.20	1.23	42.23	-23.11	65.35	2.62%
大富科技	9	4.10	-0.02	4.12	38.00	-4.61	42.61	2.35%
中天科技	25	2.85	-11.03	13.88	32.64	-117.83	150.47	2.02%
威胜信息	6	1.22	1.18	0.04	25.85	24.96	0.89	1.60%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：2020年Q1通信行业基金前十大重仓股

名称	持股机构数	持股数量（亿股）			持股市值（亿元）			占通信行业持股市值比
		本期	变动	上期	本期	变动	上期	
中兴通讯	367	18.31	0.57	17.74	783.65	155.86	627.79	21.48%
中国联通	43	149.40	-4.91	154.30	779.84	-128.99	908.84	21.37%
烽火通信	44	6.24	-0.34	6.58	206.16	25.54	180.62	5.65%
光环新网	106	6.90	-1.47	8.38	165.20	-2.92	168.12	4.53%
中天科技	37	13.40	1.23	12.16	128.76	27.80	100.96	3.53%
光迅科技	18	3.69	-0.10	3.78	115.75	3.08	112.67	3.17%
中际旭创	31	1.97	-0.29	2.26	105.89	-11.95	117.84	2.90%
东方通信	6	6.05	-0.20	6.26	103.22	-27.08	130.30	2.83%
星网锐捷	32	2.60	-0.25	2.84	95.25	-5.87	101.13	2.61%
亨通光电	19	5.62	-0.03	5.64	90.86	-0.91	91.77	2.49%

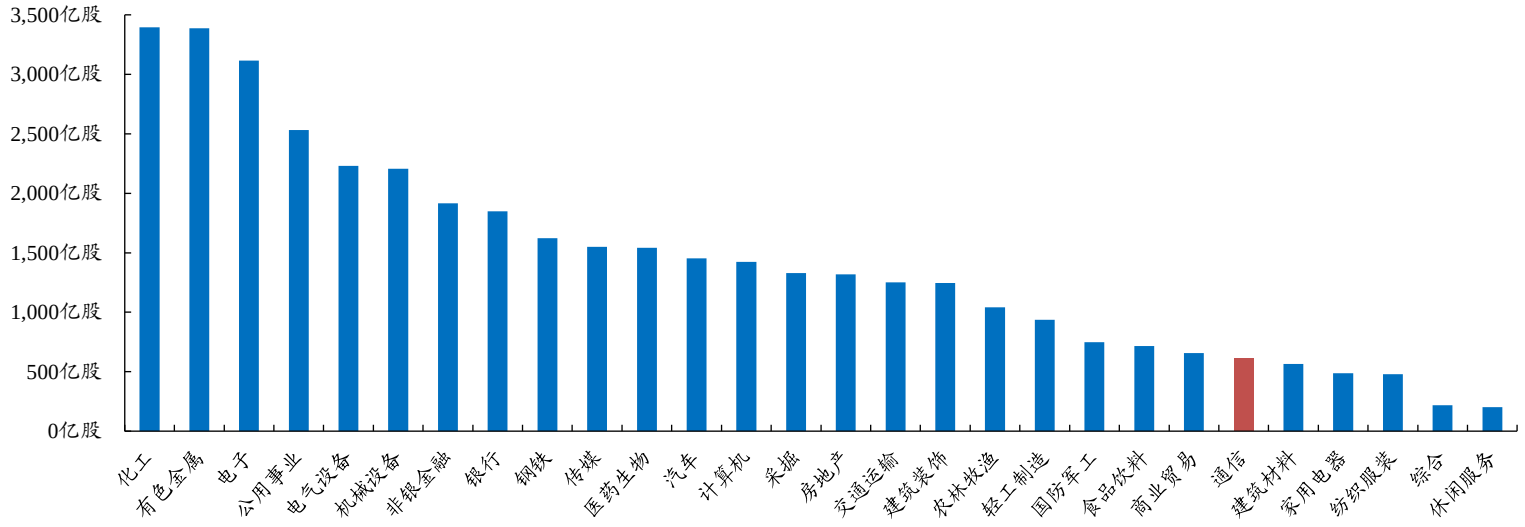
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 通信板块2021Q1成交量处于低位

板块成交量方面，通信板块成交量较少。

2021Q1通信板块成交量显著少于2020Q1通信板块成交量，彼时通信板块成交量居第11名，同时2021Q1通信板块成交量亦少于2020Q4通信板块成交量（第7名）。

图1：2021Q1通信在主要板块成交量中排在倒数第6位



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 已公布2021Q1业绩公司中业绩同比提升占比多

设备集成板块方面，中兴通讯2021Q1实现净利润21亿元，同比大幅增长169.23%；相比于2020Q4，实现净利润环比增长35.68%。

物联网及5G应用板块方面，广和通2021Q1实现归母净利润及营收的同环比双增。

光器件板块业绩表现不一，其中中际旭创业绩略减；博创科技、新易盛业绩表现仍然优秀。

IDC板块方面。宝信软件、科华数据表现较好，净利润及营收同比双增。

云视频板块方面，亿联网络2021Q1实现归母净利润3.74亿元，同增2.31%，环增38.13%，说明疫情恢复情况较好。

智能控制器板块，和而泰及拓邦股份表现较为亮眼，均实现营收及净利润同比增长。

运营商板块，三大运营商目前业绩表现较好，均实现营收及净利润的同环比较大幅度增长。

表6：2021Q1各板块个股业绩表现不一

证券板块	证券简称	2021Q1 营收（亿元）	2021Q1 净利润（亿元）	2021Q1 营收同比	2021Q1 营收环比	2021Q1 净利润同比	2021Q1 净利润环比
设备集成	中兴通讯	262.42	21	22.14%	-3.95%	169.23%	35.68%
光器件	中际旭创	14.7176	1.3498	10.98%	-20.22%	-12.16%	-50.40%
	光迅科技	15.1047	1.2281	105.86%	-15.81%	1023.58%	42.69%
	新易盛	6.2433	1.1241	131.21%	11.39%	99.95%	-25.02%
	天孚通信	2.4338	0.7092	55.44%	12.30%	51.73%	6.33%
	剑桥科技	7.7192	0.2753	35.61%	32.11%	146.68%	119.58%
	博创科技	2.3147	0.3548	78.60%	11.52%	1190.18%	15.99%
IDC相关	光环新网	19.5976	2.0946	-18.82%	11.69%	-3.55%	-15.57%
	网宿科技	10.3826	0.4177	-33.69%	-15.70%	-52.22%	256.10%
	宝信软件	18.6216	4.0303	43.47%	-51.17%	44.12%	10.48%
	奥飞数据	2.8088	0.2831	58.48%	13.32%	-56.79%	-21.99%
	科华数据	9.7019	0.9785	42.26%	-24.19%	217.90%	-24.79%
物联网及5G应用	广和通	8.6020	0.8033	65.02%	10.85%	54.33%	34.15%
	移远通信	18.5615	0.6052	80.28%	-2.19%	78.42%	-5.45%
	移为通信	1.5255	0.2473	58.08%	-9.86%	28.60%	-12.30%
	梦网科技	6.2371	0.4640	-0.54%	-25.45%	37.08%	-20.06%
云视频	亿联网络	7.4337	3.7429	14.35%	-6.31%	2.31%	38.13%
	会畅通讯	1.6256	0.2681	31.00%	-38.60%	106.71%	61.12%
军工通信/北斗导航/专网	杰赛科技	11.4219	0.2022	68.16%	-53.46%	139.07%	27.76%
	华测导航	3.4627	0.4785	133.40%	-39.06%	178.36%	-47.60%
	佳讯飞鸿	1.6124	-0.0450	4.76%	-30.35%	-81.83%	-120.79%
智能控制器	和而泰	12.7485	1.1029	73.16%	-13.55%	73.74%	-17.21%
	拓邦股份	16.9767	2.4233	120.38%	-13.52%	269.80%	40.07%
运营商	中国电信	1068.73	65.04	12.74%	7.82%	10.48%	196.07%
	中国移动	1984	315	9.43%	-	2.94%	-
	中国联通	822.72	38.39	11.44%	4.83%	21.37%	128.51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 Q1通信行情回顾

2 **Q2展望及推荐标的**

3 风险提示

2.1 通信板块Q2重要事件

1、700M共建共享方案及进展：中国广电+中国移动共建共享方案明确，节奏清晰

根据双方协议约定，中国移动和中国广电将按1:1比例共建共享700MHz 5G无线网络，采用接入网共享方案，由中国移动负责700M网络的建设和维护；中国广电自建承载网，移动提供700MHz 5G的省内传输承载网络。

阶段1：协议订立时间2021年1月26日～2021年12月31日

- 中国广电有偿共享中国移动2G/4G/5G网络，700M共享站接入中国移动核心网
- 中国广电向中国移动支付700M无线运维、传输使用费用
- 中国广电向中国移动按业务量结算2G/4G/5G使用费

阶段2：2022年1月1日～2031年12月31日：

- 中国广电有偿共享中国移动2.6G网络
- 700M和2.6G同时接入中国广电、中国移动核心网
- 中国广电向中国移动支付700M无线运维、传输使用费用及2.6G网络使用费

2、自2020年第二轮集采结束以来（2020.8），停滞了超过半年的5G基站集采有望Q2启动，预计700M的5G基站集采时间在2021年5-6月，由于三家运营商强调同步性，届时三家运营商将同期开展5G设备集采。

2.2 车联网：智能网联是实现自动驾驶的基础

- 车联网的未来是为了实现自动驾驶，而自动驾驶的坚实基础是网联智能（车路协同）而不是现在的单车智能，单车智能存在感知不足且成本高昂、计算不足等问题。2019-2021年是车联网的导入期，2019-2021年是车联网的导入期，2025年以后，车联网产业预计将迈入快速发展期。
- T-BOX作为无线网关，内嵌有2G/3G/4G/5G通讯模块、GPS定位模块、蓝牙模块、WIFI模块、防盗控制模块、OBD模块等，提供包括行车数据采集、行驶轨迹记录、远程控制、车辆状态信息查询等功能，其中通信模组约在T-BOX成本的40%，占比最大。

图2：T-BOX是车联网系统的重要组成部分

资料来源：中国产业信息网

图3：通信模组是T-BOX的重要组成部分

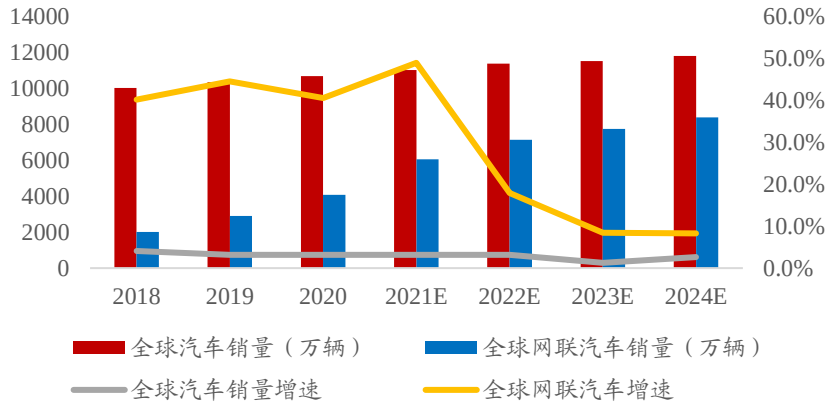
资料来源：电子发烧友

2.2 车联网：车联网模组市场2025年预计将达到705亿元

- 2020年全球网联汽车约4,000万台，车联网渗透率约40%。未来车联网的渗透率将逐步提升，到2024年车联网渗透率有望超过70%。

- 2020年全球汽车保有量约3亿元台，其中智能网联汽车约8,600万台，预计到2025年智能网联汽车将超过3亿元台，预计到2025年车联网模组市场将达到705亿元。

图4：全球销售网联汽车预计将持续增长（单位：万辆）



数据来源：IDC、开源证券研究所

表7：全球保有车辆中网联汽车数量及用户渗透率预计将持续增长

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
汽车保有量（万辆）	28667	31091	33588	36159	38808	41537
智能网联汽车（万辆）	8600	11263	14692	19099	24751	31983
当年车联网T-box整体规模（亿元）	280	288	334	430	551	705
当年通讯组规模（亿元）	95	87	111	143	184	235
车联网用户的渗透率（%）	30%	36%	44%	53%	64%	77%

数据来源：IDC、开源证券研究所

图5：上市终端需支持5G消息

支持5G消息的终端（截止到2021年2月26日）
中国移动5G消息开发者社区
https://rcs.10086.cn/5gforum

品牌	型号	上市时间
中兴	Blade 20	2020/11/3
中兴	Blade 20 Pro	2020/11/30
中兴	Axon11 SE	2020/6/1
Realme	V11(RMX3121)	2021/2/5
oppo	Reno5 Pro+	2020/12/24
oppo	Reno5	2020/12/10
oppo	Reno5 Pro	2020/12/10
vivo	S7e	2020/11/20
华为	mate40	2020/10/22
华为	mate40pro	2020/10/22
华为	Mate30E Pro	2020/10/22
vivo	Y73s	2020/10/1
oppo	Reno4 SE	2020/9/21
oppo	Reno3SE	2020/9/21
vivo	iqoo5 pro	2020/8/17
vivo	iqoo5	2020/8/17
vivo	S7	2020/8/3
oppo	A72	2020/7/25
vivo	Y51s	2020/7/24
vivo	iqoo z1x	2020/7/9
三星	S20+	2020/7/9
oppo	Reno4	2020/6/5
oppo	Reno4 Pro	2020/6/5
vivo	x50	2020/6/1
vivo	x50pro	2020/6/1
vivo	x50 pro+	2020/6/1
小米	Redmi 10X	2020/5/26

资料来源：中国移动官网

2.3 梦网科技(002123.SZ)：互联网思维重构，挖掘流量金矿

- 公司2020年富信1.0发送量超10亿元条，占5G消息行业的70%，主要需求来自营销。2020年Q4产生2000多万元净利润，2021年Q1富信发送量同比增长580%-600%。预计2021年全年将发送富信30-50亿元条，业绩增长可期。
- 未来重点业务盈利模式：

5G消息盈利方面：针对某商家会员定向发送营销广告；在收到物流、动账等短信的空白栏投放广告等多种形式。

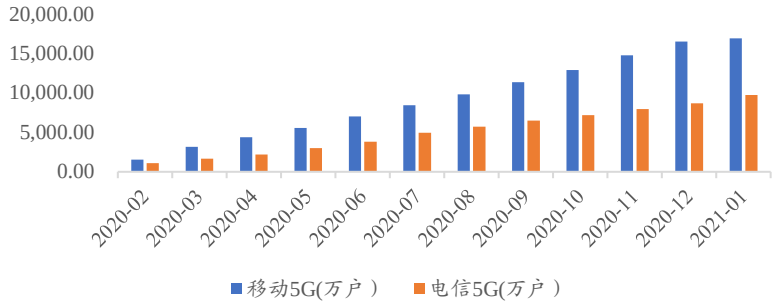
终端云业务（华为服务号）方面：对于如携程类大B客户，成为思域流量入口提供营销服务；对于小B类商户，提供营销服务及运营。

表8：梦网科技2020Q4和2021Q1净利润实现较大增长

	2018	2019	2020	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
营收同比(%)	8.57%	15.61%	-14.53%	5.86%	-20.30%	-4.39%	-27.69%	-0.54%
归母利润同比(%)	-67.32%	-453.91%	136.38%	-42.21%	-105.14%	-76.62%	112.51%	40.87%

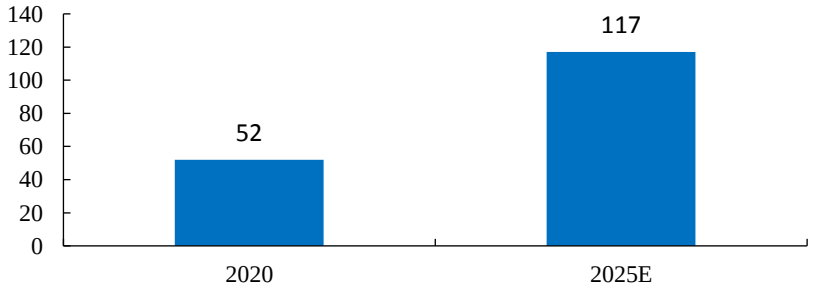
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：中国移动和中国电信的5G接入持续增加



数据来源：工信部官网、开源证券研究所

图7：全球富媒体信息市场规模预计将迅速扩大（亿美元）

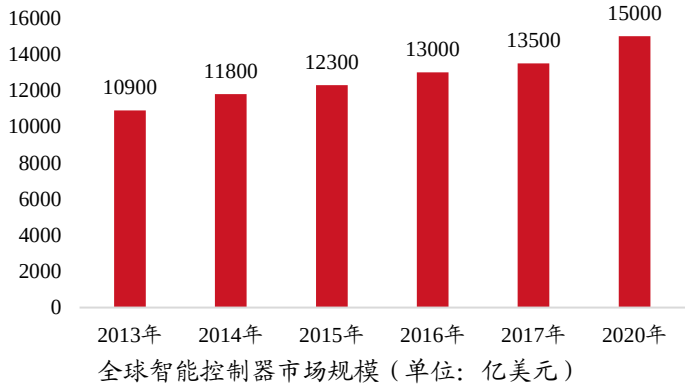


数据来源：中国移动官网、开源证券研究所

2.4 和而泰(002402.SZ): 智能控制器龙头，汽车电子和T/R芯片带来超预期

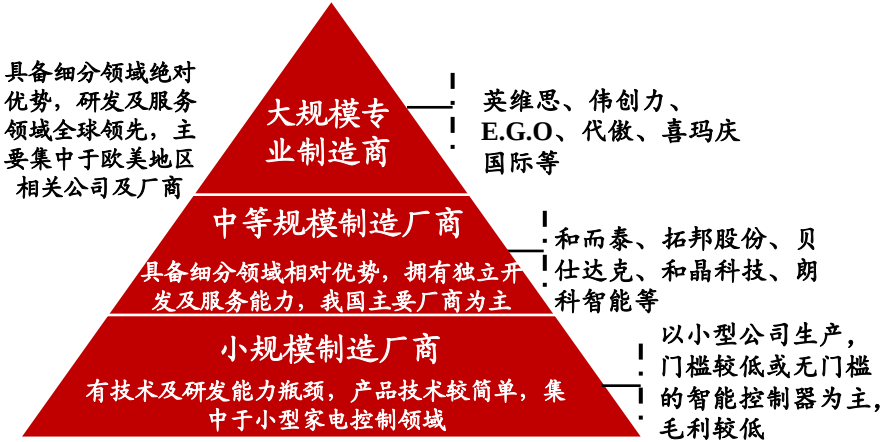
- 截至2020年，全球控制器市场规模大约预估在1.5万亿美元，占比最大的为汽车电子、家用电器和电动工具，汽车电子占比25%，家用电器占比20%，电动工具占比16%，智能家居占比9%。公司大客户为伊莱克斯、TTI、博西家电等全球知名厂商，长期合作关系稳定。
- 公司是国内第一个成规模的切入汽车电子控制器赛道的企业，并获得博格华纳和尼德科的订单，已签订40-60亿元订单。
- 唯一民营T/R芯片实现航天级别：子公司铖昌科技从卫星起家，主要的收入来源于遥感卫星和通信卫星两个细分领域。
- 公司3-4年规划：营收突破100亿元，家电控制器占比50%，电动工具控制器占比20%，汽车电子控制器占比10%-20%。

图8：全球智能控制器市场规模稳定增加



数据来源：智研咨询、开源证券研究所

图9：我国主要厂商处于智能控制器行业竞争中游水平

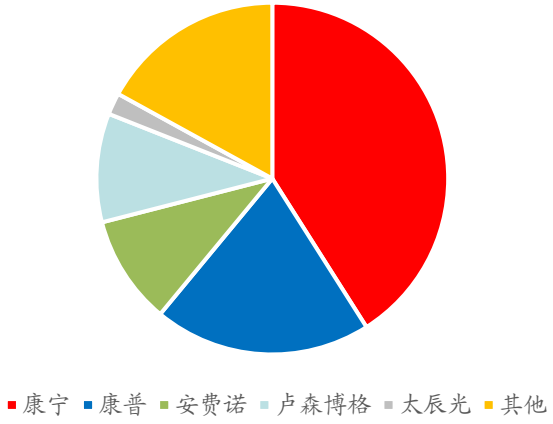


资料来源：智研咨询、开源证券研究所

2.5 太辰光(300570.SZ): 疫情业绩触底，反弹的数通光连接器龙头

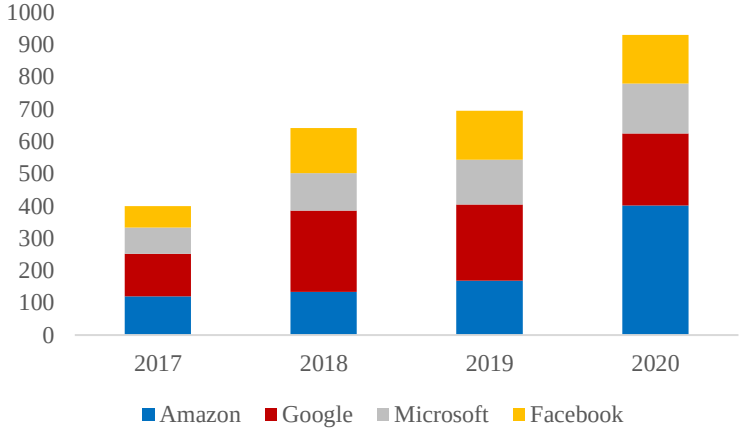
- 公司主要产品包括光纤连接器（收入占比约60%-70%）、陶瓷插芯、光分路器等。由于海外疫情持续，公司2020年业绩有较大幅度下滑（营收5.74亿元，净利润0.76亿元）。
- 公司通过美国康宁公司间接销售给北美大客户，收入占比主要来自于facebook，facebook预计在2021年CAPEX同比有较大增长，公司将显著受益。康宁公司的光纤连接器大部分通过自己美国、墨西哥等地工厂加工制造；光器件生产制造上国内厂商相比海外有竞争优势，未来在康宁公司的份额有望继续提升。
- 公司近期回购1亿元用于员工激励，以2020年业绩为参数，首批解锁条件为2021年营收增长30%，2021年营收7.46亿元（5.74*1.3）接近2019年营收7.53亿元。

图10：康宁公司在全球光纤连接器市场中占比第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：facebook2020年资本开支增长缓慢（单位：亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

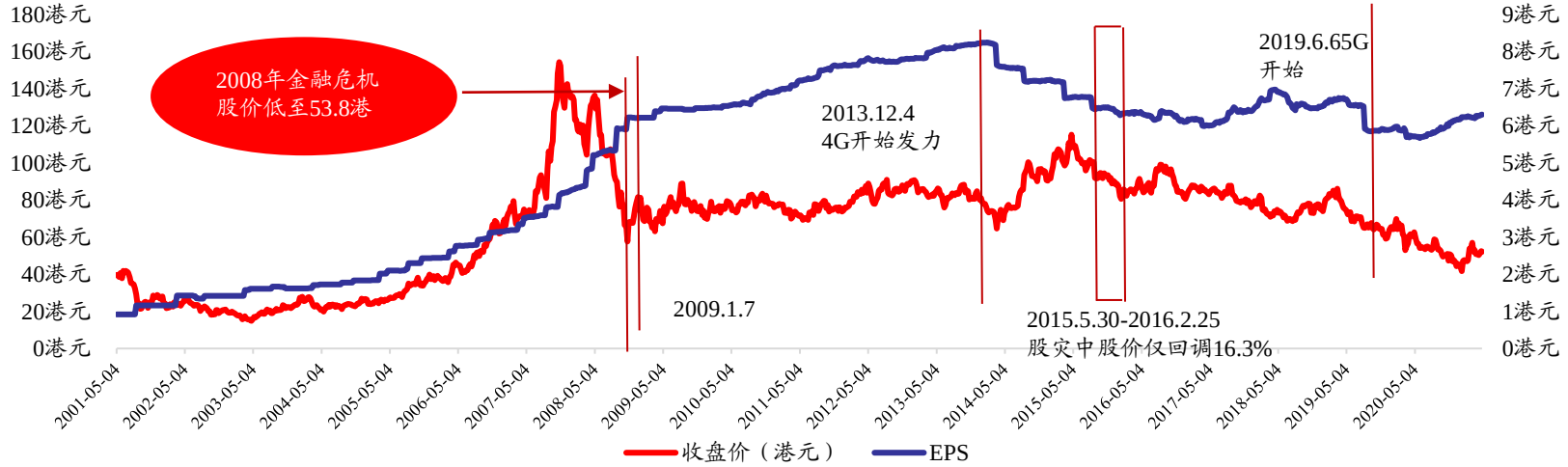
2.6 中国移动(0941.HK): 55港元股价托底，PE修复业绩反转的防御性品种

- **中国移动基本面V型反转确定**：从营收端来看，2019年同比增长1.2%，2020年同比增长3%，2021年集团定的目标是同比增长5%左右；从净利润端来看，2019年同比下降-9.46%，2020年净利润同比重回正增长+1.1%。
- **估值历史低位**：公司估值复盘，非常被动时期的3G时代中国移动的PE也保持在13倍左右水平，由于2019年净利润大幅下滑，估值持续下行，目前基本处于估值最低位，随着基本面的改善，估值修复趋势相对确定。
- **其他利好因素对抗向下风险**:

（1）中国移动股权激励计划行权在55港元，第一批对象主要为中层管理层和骨干；

（2）中国移动近年来6.5%左右的股息率带来较好的持股体验。

图12：中国移动EPS增长，股价持续走低



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）	EPS（元）		PE（倍）	
			2021/4/30	2021E	2022E	2021E	2022E
002123.SZ	梦网科技	买入	14.30	0.25	0.44	57.20	32.50
600522.SH	中天科技	增持	10.22	0.95	1.14	10.76	8.96
1810.HK	小米集团	买入	20.58	0.55	0.67	37.42	30.72
300628.SZ	亿联网络	买入	70.01	1.45	1.97	48.28	35.54
300578.SZ	会畅通讯	买入	25.25	1.47	2.11	17.18	11.97
300627.SZ	华测导航	增持	25.80	0.83	1.08	31.08	23.89
002402.SZ	和而泰	买入	20.99	0.66	0.89	31.80	23.58
300570.SZ	太辰光	买入	14.83	1.7	2.4	8.72	6.18
0941.HK	中国移动	买入	43.40	5.4	5.6	8.04	7.75

数据来源：Wind、开源证券研究所（汇率使用2021年4月30日1HKD=0.84RMB），盈利预测皆来自于开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 Q1通信行情回顾

2 Q2展望及推荐标的

3 **风险提示**

中美贸易摩擦升级带来通信估值的下挫。中美贸易摩擦对全球影响带来行业不确定性，如摩擦升级，可能会影响国内外5G进程的快速推进，并带来通信板块整体估值的下挫。

上游芯片不足带来作为中游的通信板块业绩不达预期。运营商5G推进受国家政策影响较大，全球缺“芯”影响中游的通信板块业绩，并5G商用进度造成影响，从而影响5G推进进度不达预期。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的境内普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的境内普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海： 上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳： 深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京： 北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安： 西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券