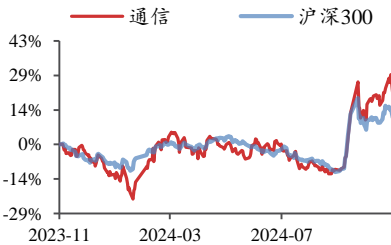


通信

2024年11月17日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《以 AI 为主攻，聚焦三大赛道—行业投资策略》-2024.11.11
- 《重视国产算力及自主可控投资机会—行业周报》-2024.11.10
- 《海外 AI 巨头财报总结：AI 持续正反馈，资本开支有望持续增长—行业周报》-2024.11.3

腾讯阿里资本开支同比大增，重视国产算力、运营商、海缆投资机会

—行业周报

蒋颖（分析师）

jiangying@kysec.cn

证书编号：S0790523120003

陈光毅（联系人）

chengguangyi@kysec.cn

证书编号：S0790124020006

雷星宇（联系人）

leixingyu@kysec.cn

证书编号：S0790124040002

● 腾讯及阿里资本开支同比大增，重视国产算力产业链

腾讯 2024Q3 实现资本开支 171 亿元，同比增长 114%，其中运营性资本支出为 147 亿元人民币，同比增长 122%，主要是对 GPU 服务投资所致，公司对资本开支有一个渐进的规划。阿里 2024Q3 购置物业及设备资本开支为 169.77 亿元，同比增长 313%，环比 42%，主要是围绕 AI 基础设施的投资，大量的 AI 需求通过 API 访问模型，现在仍然不能完全满足下游需求，因此短期和长期内都会积极投资 AI 基础设施。我们认为腾讯、阿里等互联网巨头大力投入 AI 有望带动国产 AI 算力产业链提速成长。

● 运营商大力发展 AI 等新兴业务，具备长期投资价值

数字经济时代，我国电信运营商积极推进流量经营转型、数字化转型，大力发展 AI、云计算、物联网等创新业务，2024 年上半年，移动云营收达 504 亿元，同比增长 19.3%，IaaS+PaaS 收入份额行业前五，天翼云营收达 552 亿元，同比增长 20.3%，IaaS/IaaS+PaaS 收入份额国内前三，DaaS 国内第一，联通云营收达 317 亿元，同比增长 24.3%，新兴业务有望成为业绩增长“第一引擎”。对于传统业务，营收端持续推进 5G 用户渗透率及用户使用量上升，成本端运营商之间基站共建共享有望带动成本逐步下降，运营商盈利能力有望逐步提高，我们认为运营商具备长期投资价值。

● 近期各地海风项目不断推进，海缆行业复苏明确

11 月 14 日，中国三峡集团电子采购平台发布《三峡阳江青洲七海上风电场项目 EPC 总承包工程塔筒及配套附件采购项目招标公告》，青洲七工程规划装机为 1000MW，此次招标范围规划装机 500MW。11 月 15 日，福建省发改委发布福建省 2024 年海上风电市场化竞争配置公告，共计 240 万千瓦。自江苏大丰项目解禁后，广东、福建等地海风项目陆续推进，进一步验证海风制约因素逐步解除，海风板块有望迎来复苏，海缆作为海风产业核心板块，有望核心受益。

● 风险提示：5G 建设不及预期、AI 发展不及预期、中美贸易摩擦

目录

1、周投资观点：腾讯阿里资本开支同比大增，重视国产算力、运营商、海缆投资机会	3
1.1、腾讯及阿里资本开支同比大增，重视国产算力产业链	3
1.2、运营商大力发展 AI 等新兴业务，具备长期投资价值	4
1.3、近期各地海风项目不断推进，海缆行业复苏明确	4
1.4、市场回顾	5
2、产业数据追踪	6
2.1、云计算：AI 需求拉动下加速复苏	6
2.1.1、云计算：Aspeed 月度营收情况	6
2.1.2、云计算：BAT 季度资本开支情况	6
2.1.3、云计算：海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支	7
2.1.4、云计算：Equinix、世纪互联、万国数据机柜价格	7
2.2、5G：2024 年 9 月底，我国 5G 基站总数达 408.9 万站	9
2.2.1、5G 基建：5G 基站建设情况	9
2.2.2、5G 基建：三大运营商 5G 用户数	9
2.2.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量	10
2.3、运营商：创新业务发展强劲	11
2.3.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况	11
2.3.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值	12
2.4、新能源汽车：2024 年 9 月我国新能源汽车市占率达 45.81%	14
2.4.1、新能源汽车：我国新能源汽车月销量和渗透率	14
2.4.2、新能源汽车：新能源车企月度销量和同比增速	15
2.5、海缆：截至 2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW	16
3、风险提示	17

图表目录

图 1：2024 年 10 月 Aspeed 月度营收同比持续增长（百万新台币）	6
图 2：2024 年第二季度 BAT 资本开支同比持续增长	6
图 3：2024 年第三季度腾讯及阿里资本开支同比持续增长（百万元）	7
图 4：2024 年第三季度海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支持续增长（亿美元）	7
图 5：Equinix 机柜价格呈上升趋势（美元/机柜/月）	7
图 6：万国数据 GDSH 机柜价格有所回升（元/平米/月）	8
图 7：世纪互联零售机柜价格有所回升（元/机柜/月）	8
图 8：5G 基站持续建设，占比超三成（万站）	9
图 9：2024 年 9 月末三大电信运营商及广电 5G 移动电话用户数达 9.81 亿户	9
图 10：移动、电信、联通 5G 用户数持续增长（百万户）	9
图 11：2024 年 9 月 5G 手机出货量迎来环比增长（万部）	10
图 12：2024H1 移动云营收持续增长（亿元）	11
图 13：2024H1 天翼云营收持续增长（亿元）	11
图 14：2024 年前三季度联通云营收稳健增长（亿元）	12
图 15：2024 年前三季度中国移动 ARPU 值保持稳定（元/户/月）	12
图 16：2024 年前三季度中国电信 ARPU 值保持稳定（元/户/月）	12
图 17：2023 年中国联通 ARPU 值略有减少（元/户/月）	13
图 18：2024 年我国新能源汽车产销呈上升趋势	14
图 19：我国新能源汽车市占率呈上升趋势	14
图 20：2024 年我国新能源车企销量整体保持增长趋势（万辆）	15
图 21：2024 年 9 月新能源车企销量各有增减	15
图 22：截至 2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW	16
图 23：海缆招标规划量占总规划量上广东最高	16

1、周投资观点：腾讯阿里资本开支同比大增，重视国产算力、运营商、海缆投资机会

1.1、腾讯及阿里资本开支同比大增，重视国产算力产业链

混元 AI 赋能腾讯广告及内容服务，云服务中 GPU 收入增长迅速。2024 年 11 月 13 日，腾讯发布 2024 年三季度报，2024Q3 公司实现营收 1672 亿元，同比增长 8%，其中，商业服务业务实现同比增长，部分受益于云服务收入增长。云服务中用于 AI 的 GPU 收入同比增长迅速，在 IaaS 收入中占双位数百分比。2024Q3 公司实现资本开支 171 亿元，同比增长 114%，其中运营性资本支出为 147 亿元人民币，同比增长 122%，主要是对 GPU 服务投资所致，公司对资本开支有一个渐进的规划。公司看到了在产品、营销、和云服务中部署 AI 的好处，将持续投资于 AI 技术、工具和解决方案，以服务用户与合作伙伴。

在营销方面使用腾讯混元模型来加速内容和广告材料的标签和分类，提高广告点击率，在微信搜索使用大语言模型促进堆复杂查询和内容的理解，从而提高搜索结果的相关性。新一代 MoE 升级版模型混元 Turbo 相比上一代混元 Pro，训练和推理效率提升了一倍，且推理成本减半。

阿里短期及长期将持续投入 AI 基础设施，下游训练及推理需求强劲。11 月 15 日，阿里巴巴发布 2024 年三季度报，2024Q3 公司实现营收 2365 亿元，同比增长 5%，其中阿里云实现营收 296 亿元，同比增长 7%，主要由公共云业务双位数增长带动所致，其中 AI 相关产品采用量的提升。AI 相关产品营收连续五个季度实现三位数的同比增长。2024Q3 公司购置物业及设备资本开支为 169.77 亿元，同比增长 313%，环比 42%，主要是围绕 AI 基础设施的投资，AI 需求持续高速增长，大量的需求通过 API 访问模型，现在仍然不能完全满足下游需求，因此短期和长期内都会积极投资 AI 基础设施，公司对于这种需求非常乐观；公司将继续投入，尤其是在 AI 相关云基础设施，以把握 AI 领域云采用量增长趋势，维持市场领先地位。

公司表示当前模型训练和推理的需求均增长强劲，但长期来看，推理将占据更大份额。公司最新发布通义千问 2.5 系列开源模型，在多个基准测试中表现强劲，并降低了 API 调用费用，提升通义千问模型性价比。对于基础设施方面，公司增加了 AI 设施性能和扩张性，推出 GPU 容器服务，升级 AI 服务器及网络产品，助力提升模型训练及推理效率。

我们持续看好算力产业链，主要细分方向：

(1)【光通信】推荐标的：中际旭创、新易盛、天孚通信、中天科技、亨通光电；受益标的：源杰科技、华工科技、光迅科技等；

(2)【液冷】推荐标的：英维克；

(3)【AIDC】推荐标的：润泽科技、宝信软件；受益标的：光环新网、奥飞数据等；

(4)【交换机及芯片】推荐标的：中兴通讯、盛科通信、紫光股份；受益标的：锐捷网络等；

(5)【服务器】推荐标的：中兴通讯、紫光股份；受益标的：烽火通信；

(6)【边缘算力】受益标的：网宿科技等；

(7)【铜连接】受益标的：沃尔核材、华丰科技、鼎通科技、神宇股份等。

1.2、运营商大力发展 AI 等新兴业务，具备长期投资价值

数字经济时代，我国电信运营商积极推进流量经营转型、数字化转型，大力发展 AI、云计算、物联网等创新业务，有望成为业绩增长“第一引擎”；对于传统业务，营收端持续推进 5G 用户渗透率及用户使用量上升，成本端运营商之间基站共建共享有望带动成本逐步下降，运营商盈利能力有望逐步提高。

新兴业务收入占比呈快速上升趋势，成为运营商收入的第二增长曲线。从业务结构来看，移动数据流量业务仍是运营商的收入的最主要来源，新兴业务收入贡献实现快速增长，在电信业务收入的占比从 2017 年的 2.4% 增长至 2023 年的 21.2%，成为运营商的第二大收入来源。据工信部数据，2024 年 1-8 月份，三大运营商全年移动数据流量业务/新兴业务/固网宽带接入业务/语音业务在电信收入中占比分别达到 37.0%/24.7%/15.5%/7.3%，新兴业务对总营收贡献显著，其中云计算、大数据业务收入分别同比增长 12.3% 和 61.6%，物联网业务收入同比增长 12.6%，维持较快增速。

三大运营商充分发挥云网融合优势，积极开展云计算、智能云业务，在 IaaS 市场份额靠前。云作为数字经济的重要基础设施底座，人工智能发展进一步释放云计算需求，三大运营商凭借先天网络优势，纷纷发力云业务，份额实现较快增长。2024 年上半年，移动云营收达 504 亿元，同比增长 19.3%，IaaS+PaaS 收入份额行业前五；天翼云营收达 552 亿元，同比增长 20.3%，IaaS/IaaS+PaaS 收入份额国内前三，DaaS 国内第一；联通云营收达 317 亿元，同比增长 24.3%，AIDC 业务高速增长。

1.3、近期各地海风项目不断推进，海缆行业复苏明确

海风板块催化不断，重视海缆投资机会。11 月 14 日，中国三峡集团电子采购平台发布《三峡阳江青洲七海上风电场项目 EPC 总承包工程塔筒及配套附件采购项目招标公告》，青洲七项目位于广东省阳江市阳西县沙扒镇附近海域，位于粤西海域阳江近海深水场址范围内，场址水深范围 45m~53m，中心离岸距离约 70km，风场风电机组发出电能通过 66kV 集电海底电缆接入青洲五、七海上风电场共建的海上换流站，升压换流后通过 1 回 2 根 ±500kV 海底直流电缆接入陆上集控中心。青洲七工程规划装机为 1000MW，场址涉海面积约 165km²，此次招标范围规划装机 500MW，拟建设 22 台 13.6MW 风电机组和 17 台 12MW 风电机组，采用 66kV 电压等级集电线路连接。

11 月 15 日，福建省发展和改革委员会发布福建省 2024 年海上风电市场化竞争配置公告。福建省 2024 年海上风电市场化竞争配置项目包括漳州诏安 A-1 区 30 万千瓦、漳州诏安 A-2 区 35 万千瓦、漳州诏安 A-3 区 35 万千瓦、福鼎 B-1 区 70 万千瓦、福鼎 B-2 区 70 万千瓦等 5 个场址，共 240 万千瓦。

自江苏大丰项目解禁后，广东、福建等地海风项目陆续推进，我们认为近期海风招标及规划进一步验证海风制约因素逐步解除，海风板块有望迎来复苏，2024-2025 年海风市场招标量与装机量有望实现双线并涨，海内外多项目招标有望落地持续催化，市场格局向好。其中海缆作为海风产业核心板块，有望直接受益于海风产业发展，整体海缆价格毛利有望逐步企稳，高电压等级建设或迎来新一轮机遇，海

缆龙头厂商有望充分受益产业发展，推荐标的：中天科技、亨通光电。

1.4、市场回顾

本周（2024.11.11—2024.11.15），通信指数下跌 1.43%，在 TMT 板块中排名第二。

2、产业数据追踪

2.1、云计算：AI 需求拉动下加速复苏

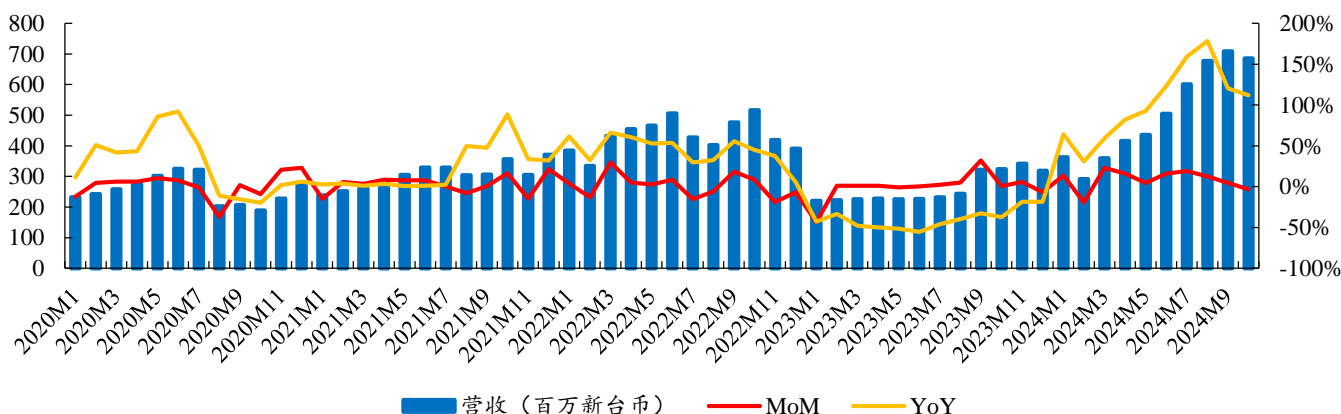
(1) 全球服务器管理芯片供应商龙头 Aspeed 2024 年 10 月营收同比增长 111.88%，环比减少 3.16%；

(2) 2024Q3 海外五大云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支为 619 亿美元，同比增长 57.6%，环比增长 12.5%；BAT 2024Q2 总资本开支为 229.41 亿元，同比增长 68.86%，环比减少 16.73%；阿里 2024Q3 购置物业及设备资本开支为 169.77 亿元，同比增长 312.86%，环比 42.20%；腾讯 2024Q3 资本开支为 170.94 亿元，同比增长 113.54%，环比增长 95.83%；百度 2024Q2 资本开支为 21.18 亿元，同比减少 21.73%，环比增长 3.93%；

(3) 2024Q3，Equinix 机柜平均价格为 2309 美元/机柜/月，价格持续上升；2024Q2，万国数据 GDSH 机柜价格为 2088 元/平米/月，环比有所回升；2024Q2，世纪互联机零售柜价格为 8753 元/机柜/月，价格有所回升。

2.1.1、云计算：Aspeed 月度营收情况

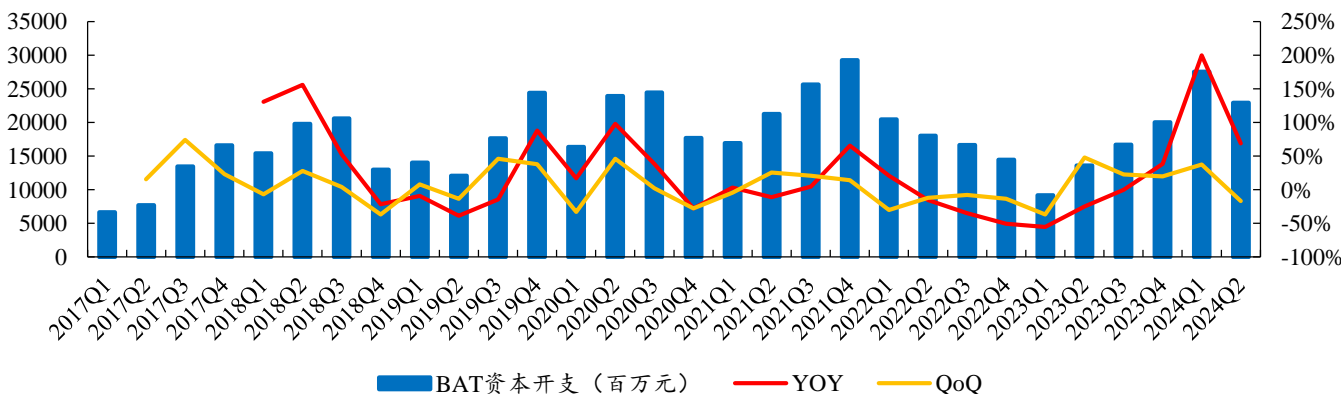
图1：2024 年 10 月 Aspeed 月度营收同比持续增长（百万新台币）



数据来源：Aspeed 官网、开源证券研究所

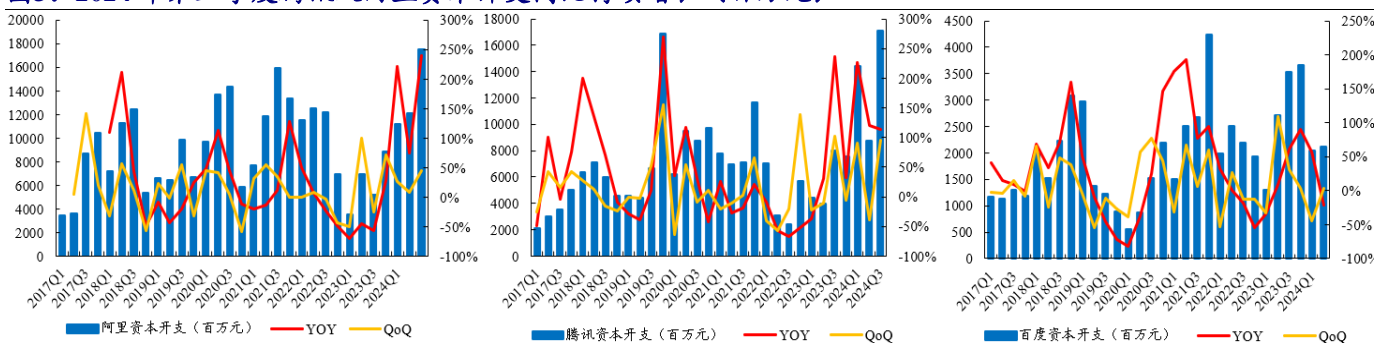
2.1.2、云计算：BAT 季度资本开支情况

图2：2024 年第二季度 BAT 资本开支同比持续增长



数据来源：阿里、腾讯、百度公告、开源证券研究所

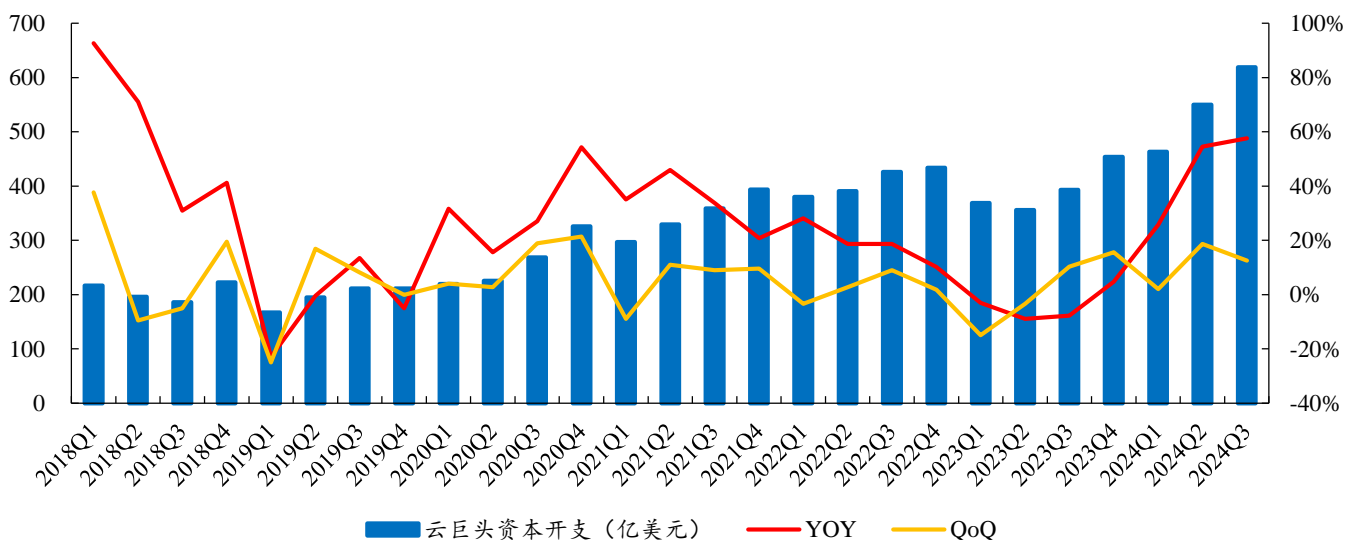
图3：2024年第三季度腾讯及阿里资本开支同比增长（百万元）



数据来源：阿里、腾讯、百度公告、开源证券研究所

2.1.3、云计算：海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支

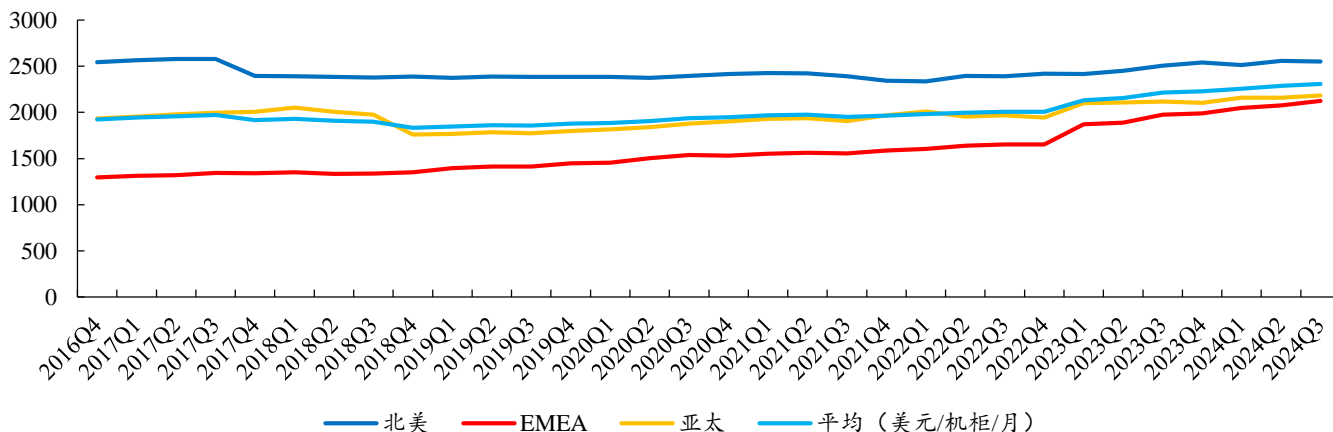
图4：2024年第三季度海外云巨头（亚马逊、谷歌、苹果、微软、Meta）资本开支持续增长（亿美元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

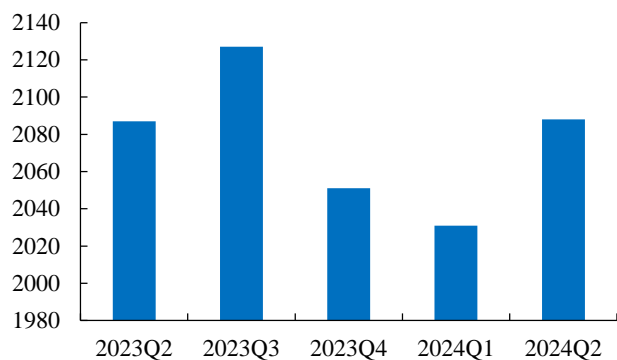
2.1.4、云计算：Equinix、世纪互联、万国数据机柜价格

图5：Equinix 机柜价格呈上升趋势（美元/机柜/月）



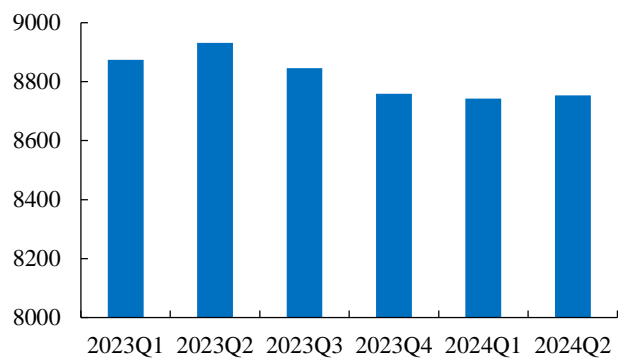
数据来源：Equinix 公告、开源证券研究所

图6: 万国数据 GDSH 机柜价格有所回升 (元/平米/月)



数据来源: 万国数据公告、开源证券研究所

图7: 世纪互联零售机柜价格有所回升 (元/机柜/月)



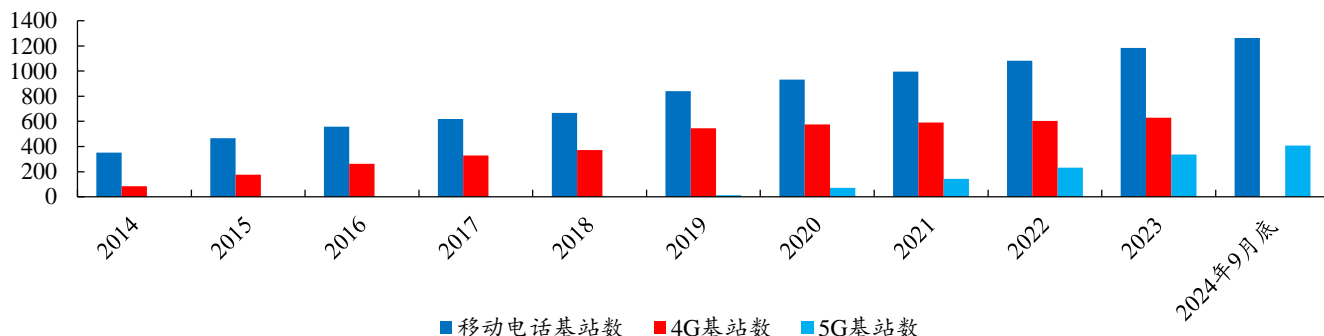
数据来源: 世纪互联公告、开源证券研究所

2.2、5G：2024年9月底，我国5G基站总数达408.9万站

2024年9月底，我国5G基站总数达408.9万站，比2023年末净增71.2万站；2024年9月三大运营商及广电5G移动电话用户数达9.81亿户，同比增长33.11%；2024年9月，5G手机出货2231.6万部，占比88.0%，出货量同比下降22.29%。

2.2.1、5G基建：5G基站建设情况

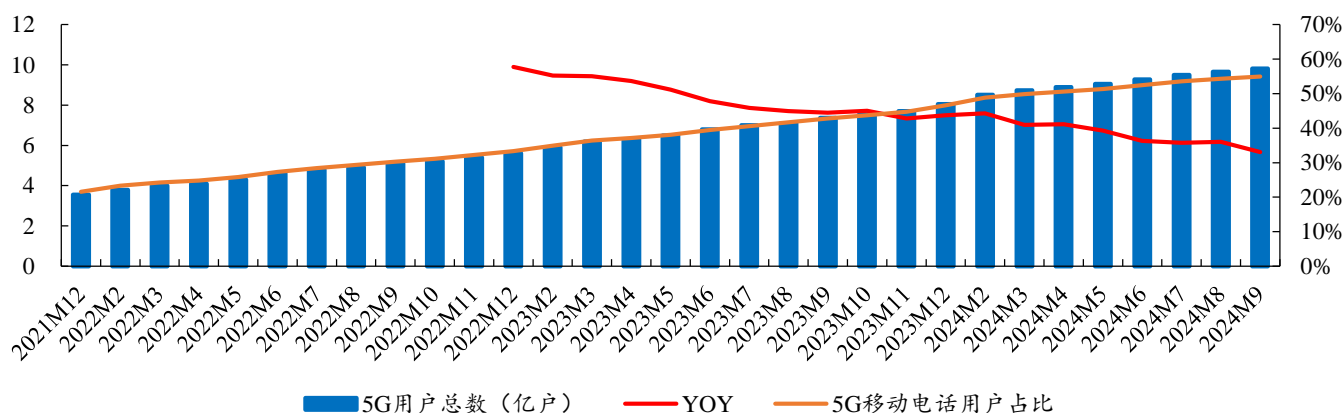
图8：5G基站持续建设，占比超三成（万站）



数据来源：工信部、开源证券研究所，备注：自2023年3月起，将现有5G基站中的室内基站数统计口径由按基带处理单元统计调整为按射频单元折算，由于具备使用条件的基站数据是动态更新的，故不能追溯调整以往数据。

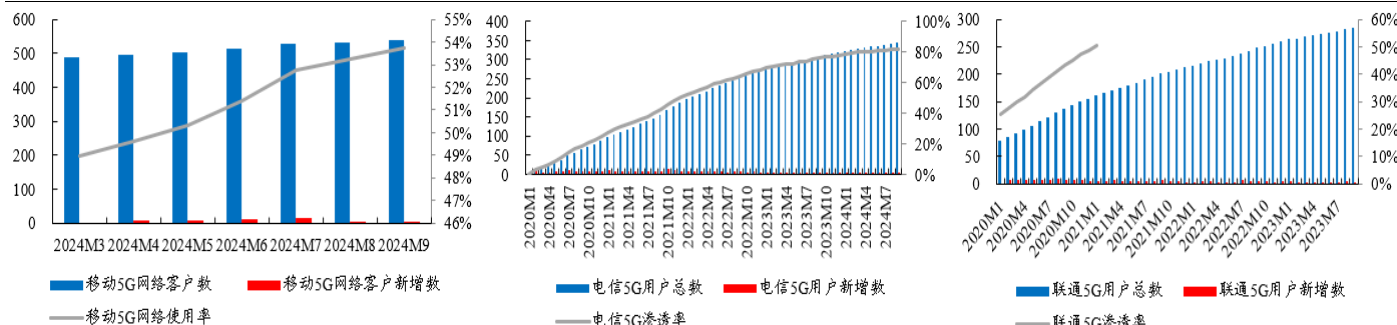
2.2.2、5G基建：三大运营商5G用户数

图9：2024年9月末三大电信运营商及广电5G移动电话用户数达9.81亿户



数据来源：工信部、开源证券研究所，备注：自2024年2月起，将中国广电的5G移动电话用户数纳入行业汇总数据，2023年同期数据进行同步调整，2022年数据未调整。

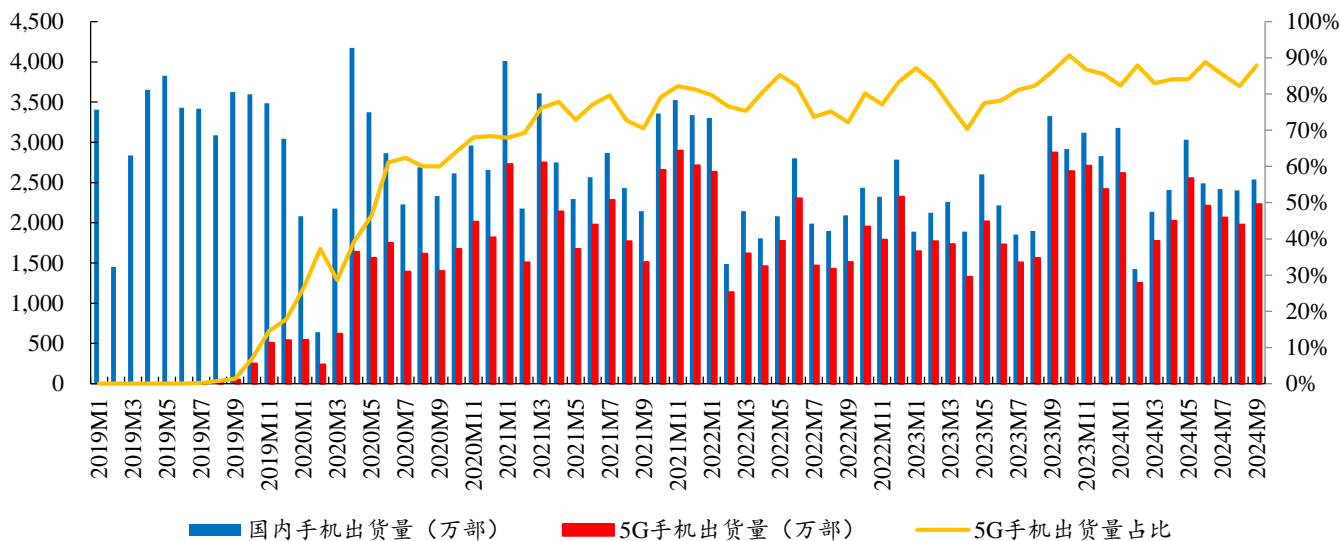
图10：移动、电信、联通5G用户数持续增长（百万户）



数据来源：中国移动官网、中国联通官网、中国电信官网、开源证券研究所

2.2.3、5G 基建：国内手机及 5G 手机出货量

图11：2024 年 9 月 5G 手机出货量迎来环比增长（万部）



数据来源：中国信通院、开源证券研究所

2.3、运营商：创新业务发展强劲

(1) 云计算方面，三大运营商数据如下：

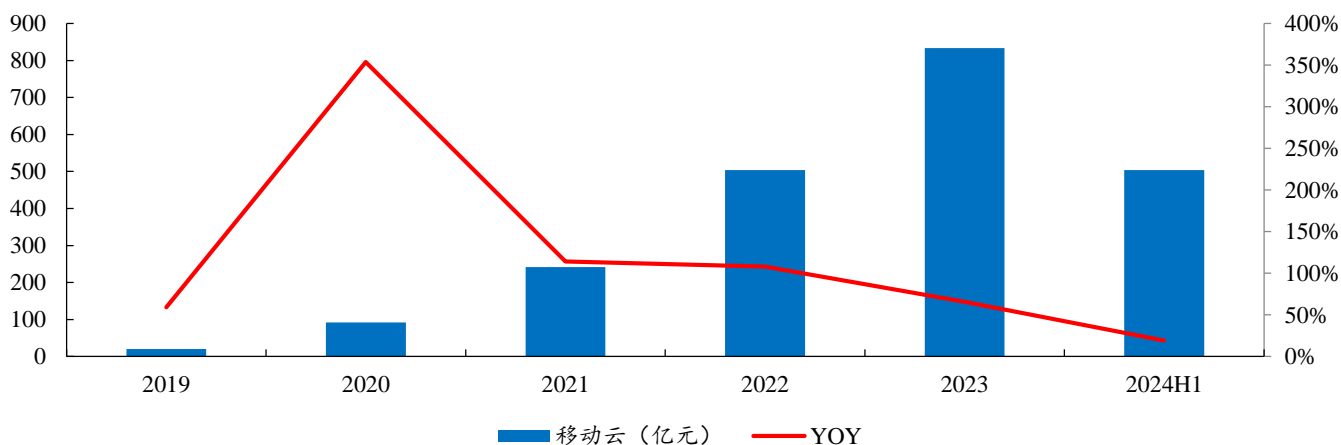
- 1、中国移动：2024年上半年移动云营收达504亿元，同比增长19.3%；
- 2、中国电信：2024年上半年天翼云营收达552亿元，同比增长20.3%；
- 3、中国联通：2024年前三季度联通云营收达439亿元，同比增长19.5%。

(2) 三大运营商 ARPU 值方面，三大运营商数据如下：

- 1、中国移动：2024年前三季度移动业务 ARPU 值为 49.5 元；
- 2、中国电信：2024年前三季度移动业务 ARPU 值为 45.6 元；
- 3、中国联通：2023年移动业务 ARPU 值为 44.0 元，同比略减 0.7%。

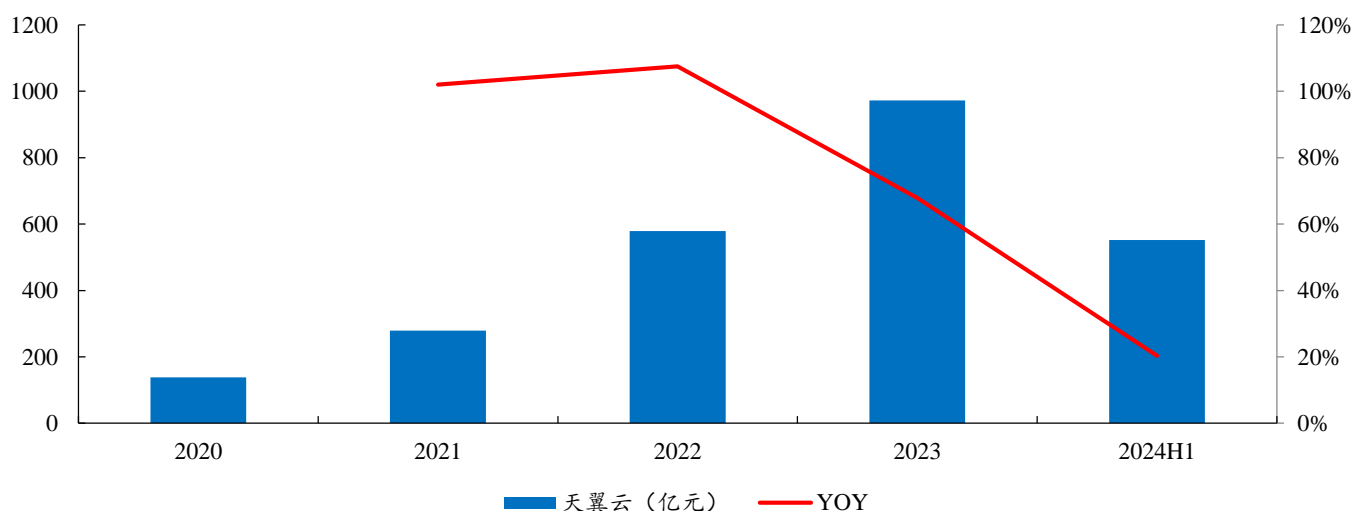
2.3.1、运营商：移动云、天翼云、联通云营收情况

图12：2024H1 移动云营收持续增长（亿元）

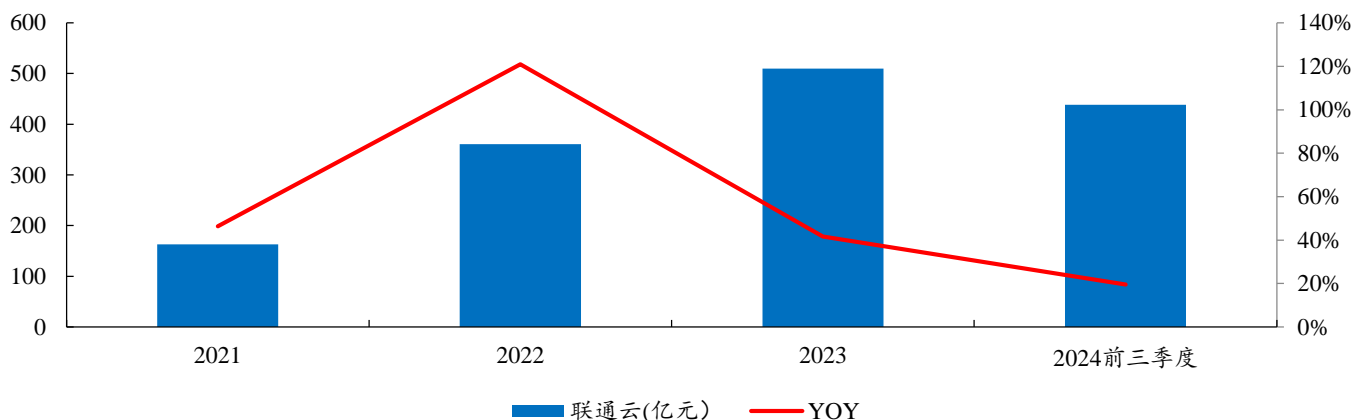


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

图13：2024H1 天翼云营收持续增长（亿元）

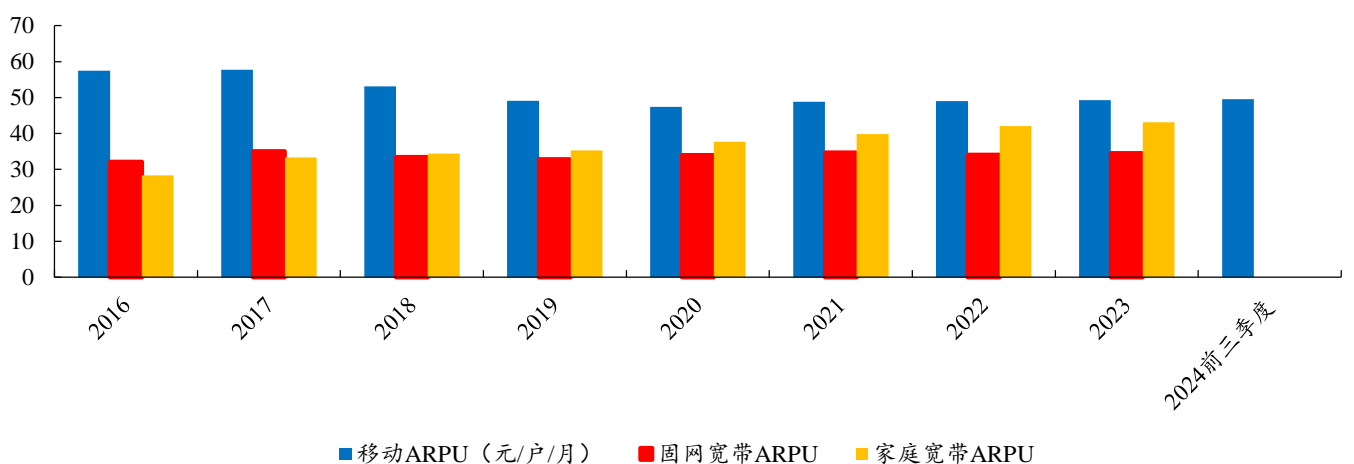


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

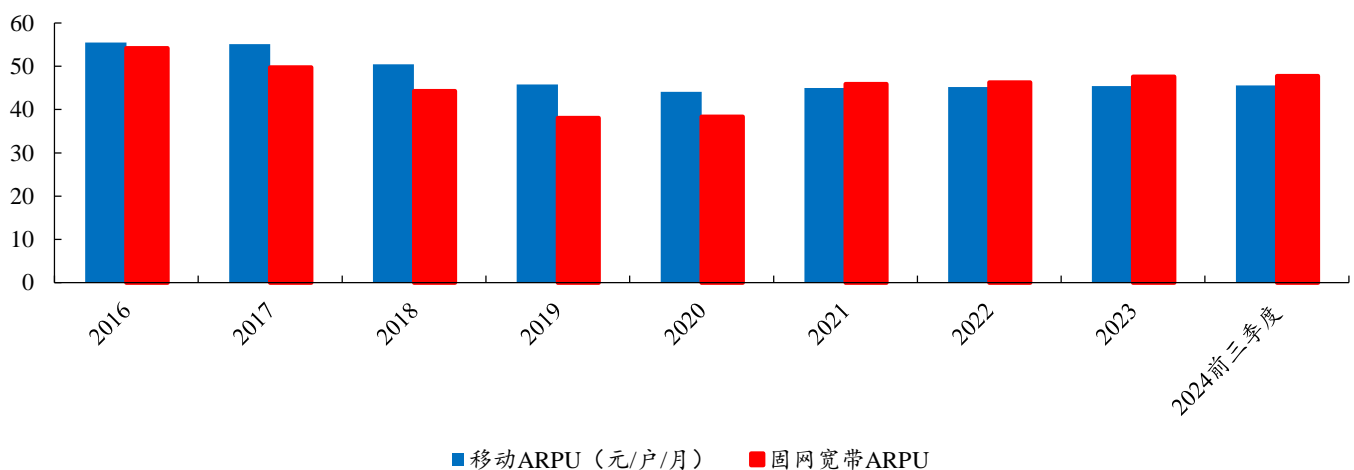
图14：2024年前三季度联通云营收稳健增长（亿元）


数据来源：中国联通公告、开源证券研究所

2.3.2、运营商：中国移动、中国电信、中国联通 ARPU 值

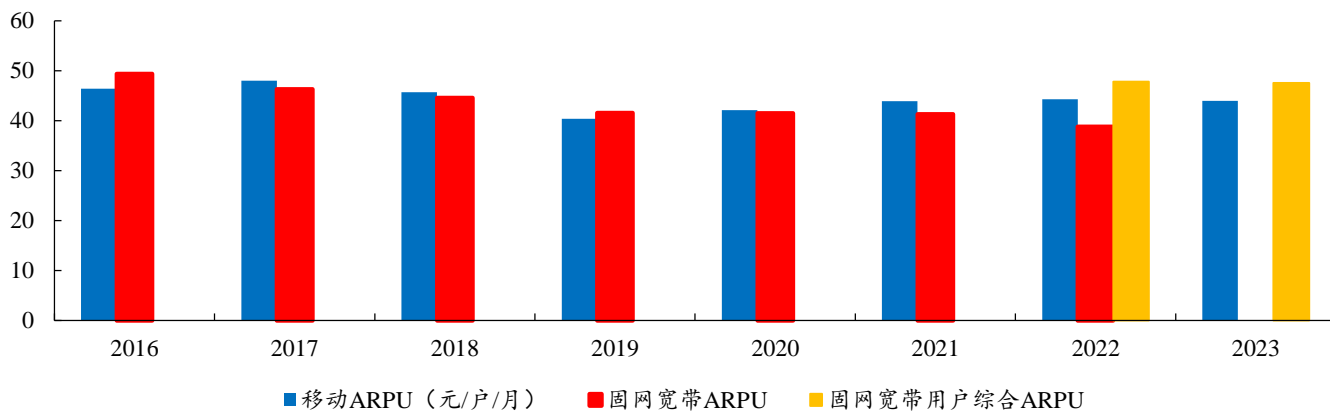
图15：2024年前三季度中国移动 ARPU 值保持稳定（元/户/月）


数据来源：中国移动公告、开源证券研究所

图16：2024年前三季度中国电信 ARPU 值保持稳定（元/户/月）


数据来源：中国电信公告、开源证券研究所

图17: 2023年中国联通 ARPU 值略有减少 (元/户/月)



数据来源: 中国联通公告、开源证券研究所

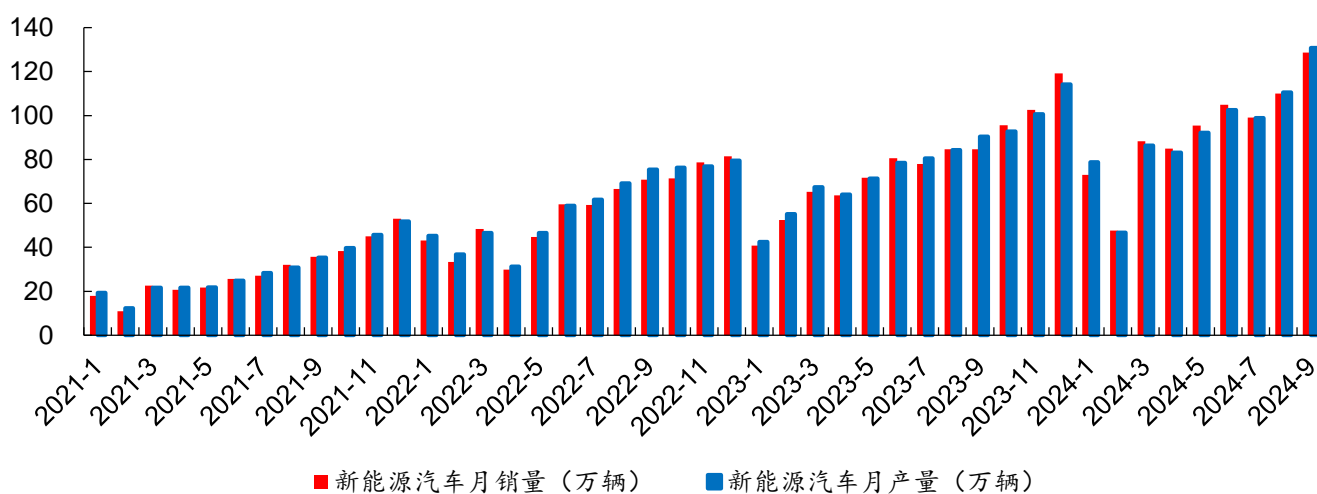
2.4、新能源汽车：2024年9月我国新能源汽车市占率达45.81%

(1) 2024年9月，我国新能源汽车月产量为130.8万辆，月销量为128.68万辆，同比分别增长44.68%和51.93%，市场占有率达45.81%；2023年，新能源汽车产销分别达941.4万辆和939.11万辆，同比分别增长33.38%和36.36%，市场占有率达31.26%。

(2) 截至目前，比亚迪、埃安、小鹏、理想、蔚来等公布了2024年9月新能源车销量数据，比亚迪、埃安、小鹏、理想、蔚来9月新能源汽车销量为41.69万辆、3.31万辆、1.85万辆、5.37万辆、2.03万辆，同比增速分别为+45.04%、-34.21%、+21.05%、+48.95%、+30.10%。

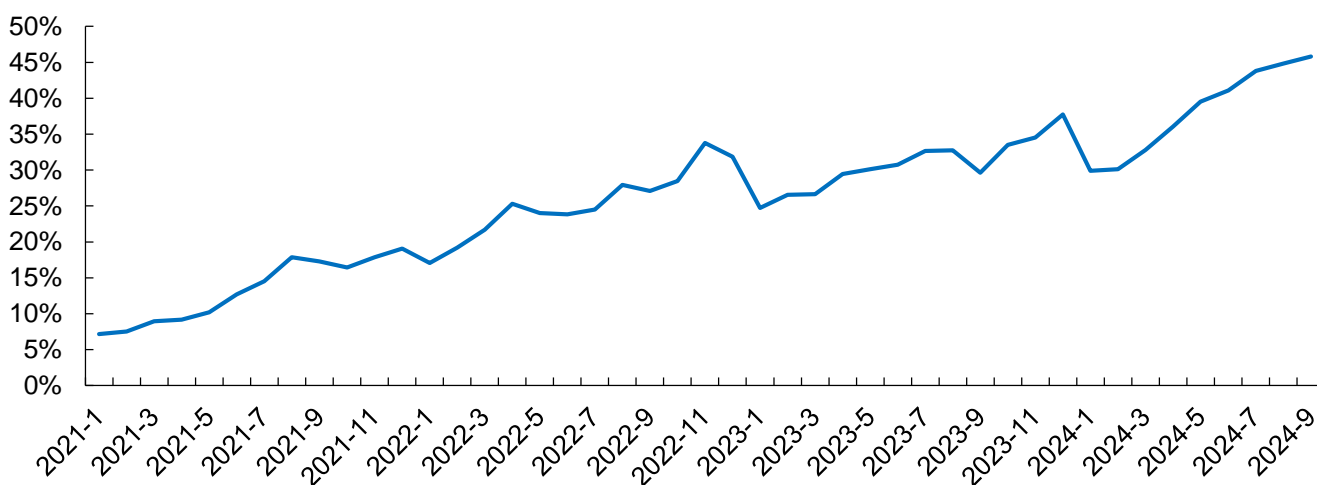
2.4.1、新能源汽车：我国新能源汽车月销量和渗透率

图18：2024年我国新能源汽车产销呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

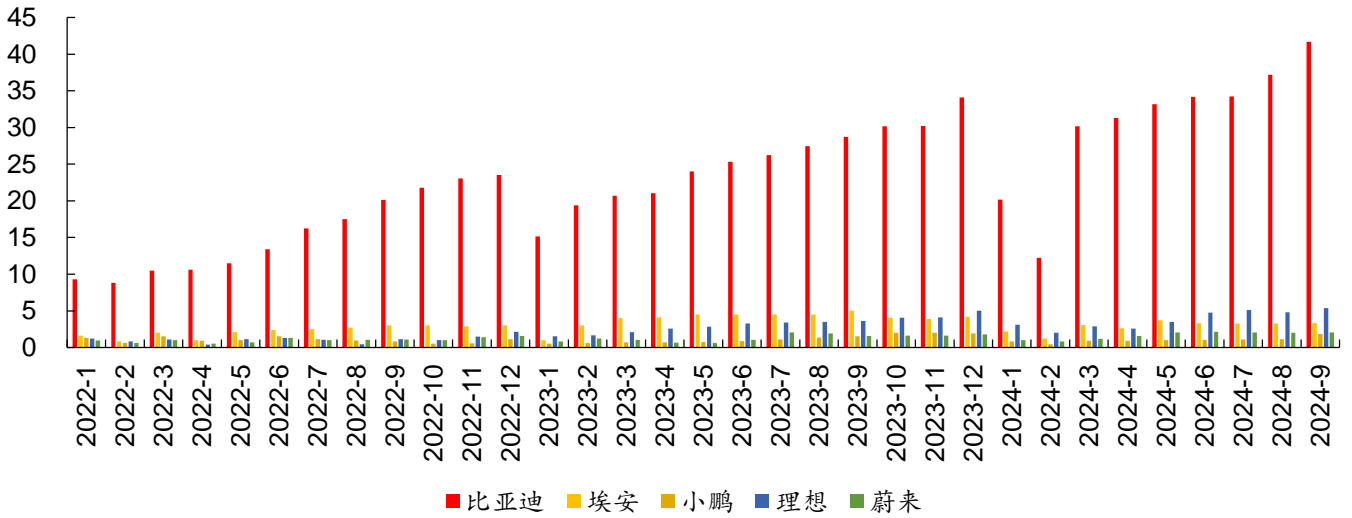
图19：我国新能源汽车市占率呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

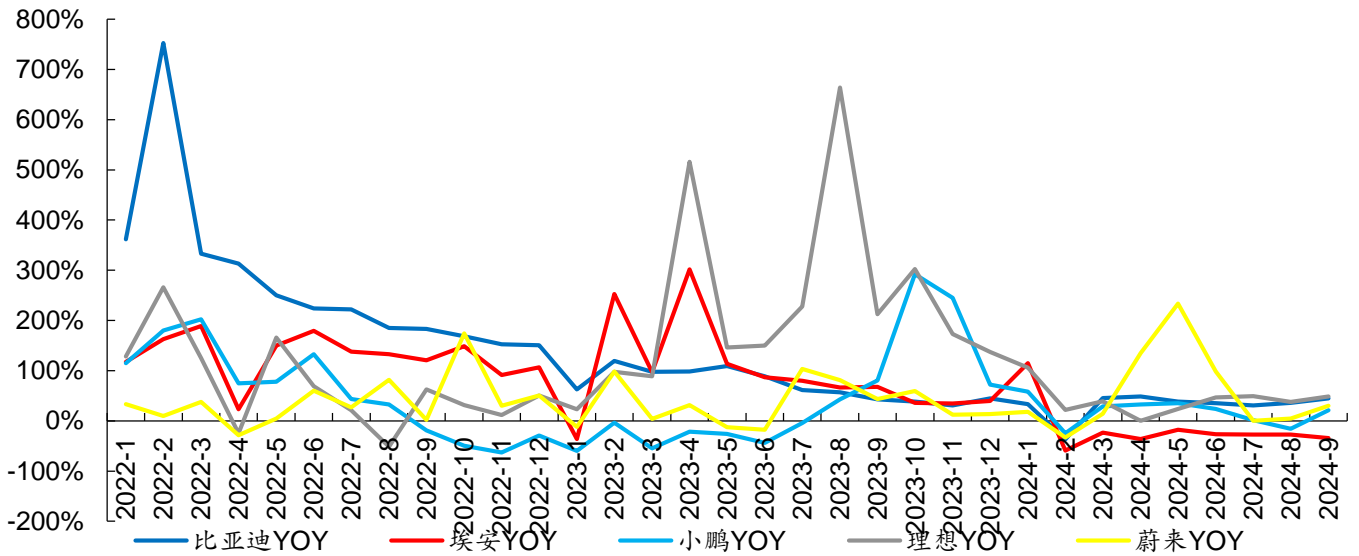
2.4.2、新能源汽车：新能源车企月度销量和同比增速

图20：2024年我国新能源车企销量整体保持增长趋势（万辆）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2024年9月新能源车企销量各有增减



数据来源：Wind、开源证券研究所

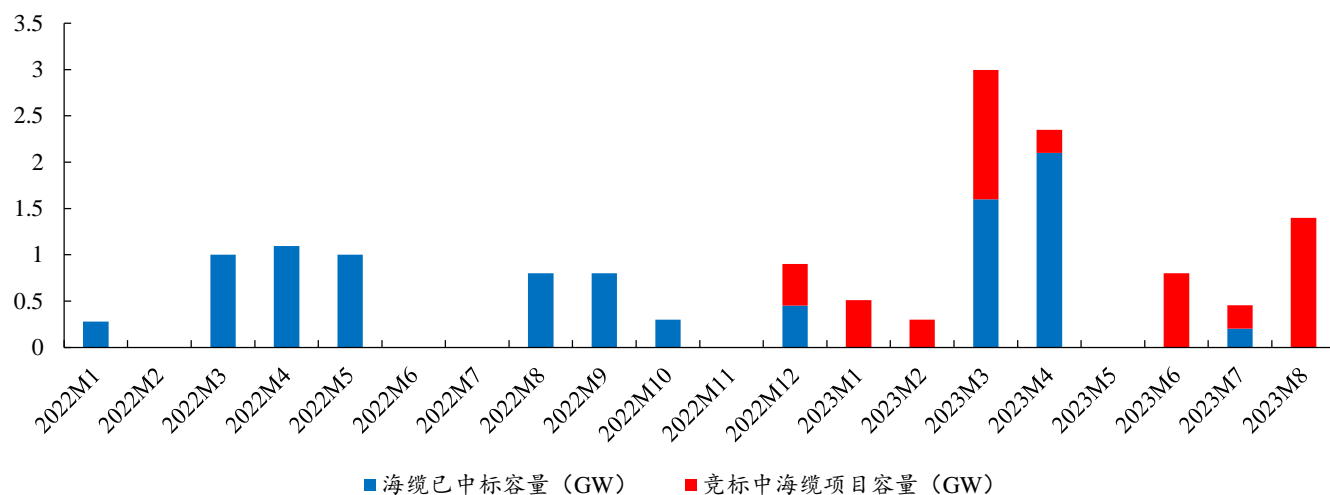
2.5、海缆：截至 2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW

(1) 截至 2023 年 8 月末，国内“十四五”已招标 34 个海缆项目，合计容量 19.19GW。已中标 26 个项目，合计 16.05GW。

(2) 纵向看，2021 年，海缆招标合计 4 个项目，合计 4.21GW。2022 年，海缆招标合计 15 个项目，合计 6.17GW，中标合计 14 个项目，合计 5.72GW。截至 2023 年 8 月末，2023 年海缆招标合计 15 个项目，合计 8.81GW。

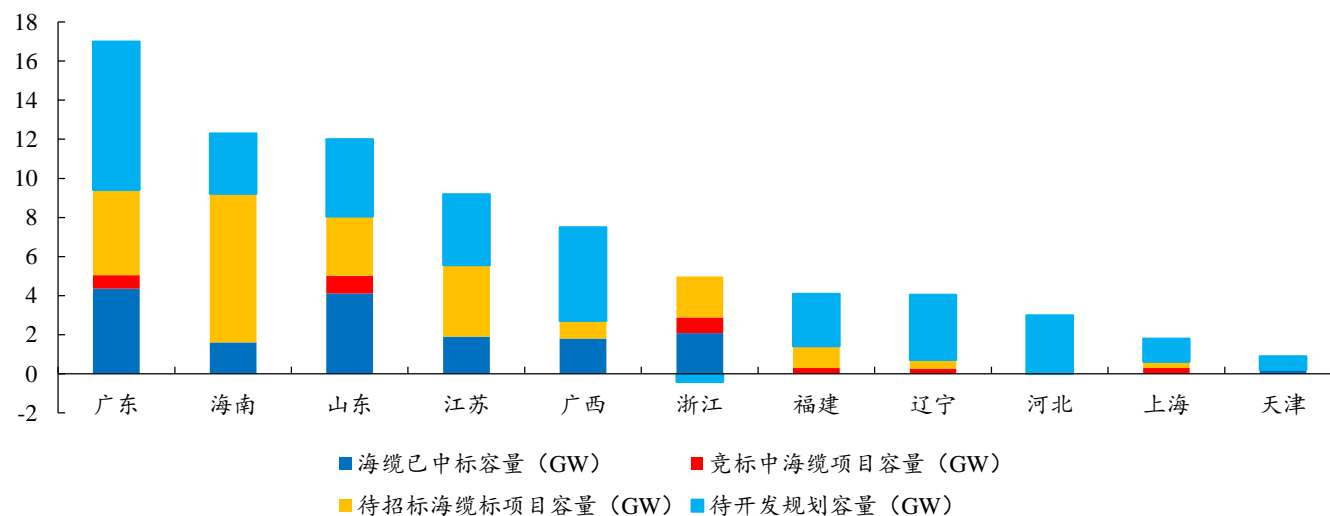
(3) 横向看，总量上，国内“十四五”已中标量占招标量 83.60%，占已公开项目容量 37.57%，占规划量 21.03%。地区上，规划量占总规划量，广东最高，22.28%；公开项目量占规划量，海南最高，226.51%；招标量占公开项目量，天津最高，100%；中标量占公开项目量，天津最高，100%；中标量占招标量，海南、广西、天津和江苏达 100%。

图22：截至 2023 年 8 月我国海缆已招标 19.19GW



数据来源：Wind、开源证券研究所，备注：数据更新截至 2023 年 8 月末。

图23：海缆招标规划量占总规划量上广东最高



数据来源：Wind、开源证券研究所，备注：数据更新截至 2023 年 8 月末。

3、风险提示

(1) 5G 建设不及预期

若运营商资本开支和 5G 建设不及预期，会影响到整个 5G 产业链的推进，车联网、工业互联网等 5G 应用的发展或将低于预期，从而影响到相关公司业绩。

(2) AI 发展不及预期

若 AI 发展不及预期，将影响到 IDC、服务器、交换机、光模块、光器件、光纤光缆、液冷温控等细分产业发展，从而影响到相关公司业绩。

(3) 中美贸易摩擦

若中美贸易摩擦加剧，会影响到相关产业的推进。

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。

分析师承诺

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。

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，已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，属于商业秘密材料，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

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn