

“网络高铁”造就投资良机

——通信行业 2011 年投资策略报告——

内容摘要:

● 行业观点及策略

运营商是“网络高铁”的建设者，“网络高铁”建成后，怎样依靠“高铁”获得更多的回报是运营商面对的主要问题。运营商依靠用户增长驱动的发展模式已经不可持续，行业面临增长方式的转型，行业价值也正在慢慢发生转移，从语音业务到数据业务，从传统的通信网转向下一代宽带网络。给予转型期的运营行业“跟随大市”的评级，可注意阶段性的机会。

搭乘“网络高铁”的第一波受益者当属通信设备板块，受益于“网络高铁”的建设，行业投资规模或将有所回升，后续投资具有良好的可持续性。虽然整体机会难觅，但光通信和网络优化服务的发展前景我们仍然看好，且个股的波段机会也可乐观看待。我们将通信设备板块的评级调为“跟随大市”，光通信和网络优化服务依然给予“强于大市”的评级。

智能终端的普及将极大的推动增值业务的发展，“没有做不到，只有想不到”的巨大想象空间是受市场青睐的重要原因之一，3G 及三网融合的发展给增值业务带来了巨大的发展空间，我们依然维持之前给予增值服务板块“强于大市”的评级。

● 重点关注公司

鉴于行业确定性的投资机会，2011 年我们的选股思路依旧是围绕光通信和网络优化厂商。光通信由于前期上涨较多，建议回调后参与，重点推荐行业龙头中兴通讯，网络优化厂商主要建议关注“设备+服务”类，如三维通信、国脉科技。另外，推荐国腾电子和拓维信息。

重点公司盈利预测与估值

代码	名称	评级	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
000063	中兴通讯	买入	1.10	1.42	1.80	25	20	15
002115	三维通信	买入	0.50	0.67	0.85	36	27	21
002093	国脉科技	买入	0.33	0.49	0.70	47	32	22
300101	国腾电子	增持	0.81	1.12	2.00	131	95	53
002261	拓维信息	增持	0.78	1.00	1.40	55	43	31

研究员

马凤桃

执业证号: S1250200010002

电话: 010-57631231

邮箱: mft@swsc.com.cn

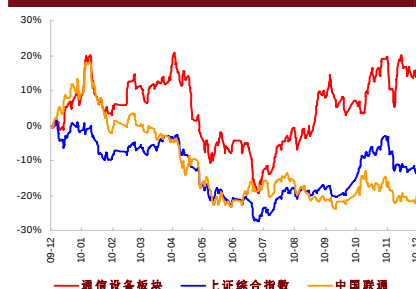
苏晓芳

执业证号: S1250109121348

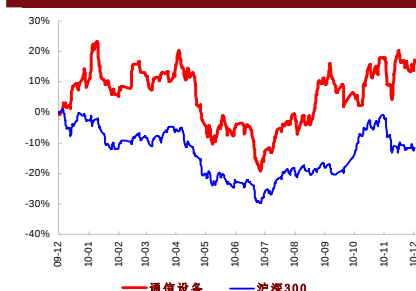
电话: 010-57631190

邮箱: sxfang@swsc.com.cn

行业市场表现



重点关注公司市场表现



相关研究

- 1 3G 和光通信依旧是行业的投资重点和热点 10/07/01
- 2 概念行情仍将延续 10/03/26
- 3 寻找细分市场中的高成长企业 09/12/08

目 录

一、通信板块上年回顾.....	1
二、运营商：增长方式转型期.....	2
三、设备商：由“宽带”引发的投资机会.....	3
（一）通信固定资产投资或将稳中有升.....	3
（二）“宽带”发展势在必行.....	4
四、重点推荐公司.....	9
（一）中兴通讯（000065）：增长动力足，且具估值优势.....	9
（二）国脉科技（002093）：受益行业发展及自身业务拓展.....	9
（三）三维通信（002115）：业务转型，值得期待.....	9
（四）拓维信息（002261）：受益于三网融合业务的发展及手机支付业务的拓展.....	10
（五）国腾电子（300101）：北斗导航一体化的领军者.....	10

插图目录

图 1: A 股市场上年走势情况	1
图 2: H 股市场上年走势情况	2
图 3: 电信业务收入增长率和 GDP 的比较	2
图 4: 3G 用户增长情况	3
图 5: 2009.9-2010.10 年各月通信固定资产投资情况	4
图 6: 2001-2010.10 年通信固定资产投资情况	4
图 7: 两种产业基础设施类比	5
图 8: 宽带渗透率	5
图 9: 宽带需求演变	5
图 10: 光通信市场规模	7
图 11: 我国 FTTH 设备市场规模	7
图 12: 网络优化覆盖市场空间	7
图 13: 近几年国内移动增值市场规模变化情况	8

表格目录

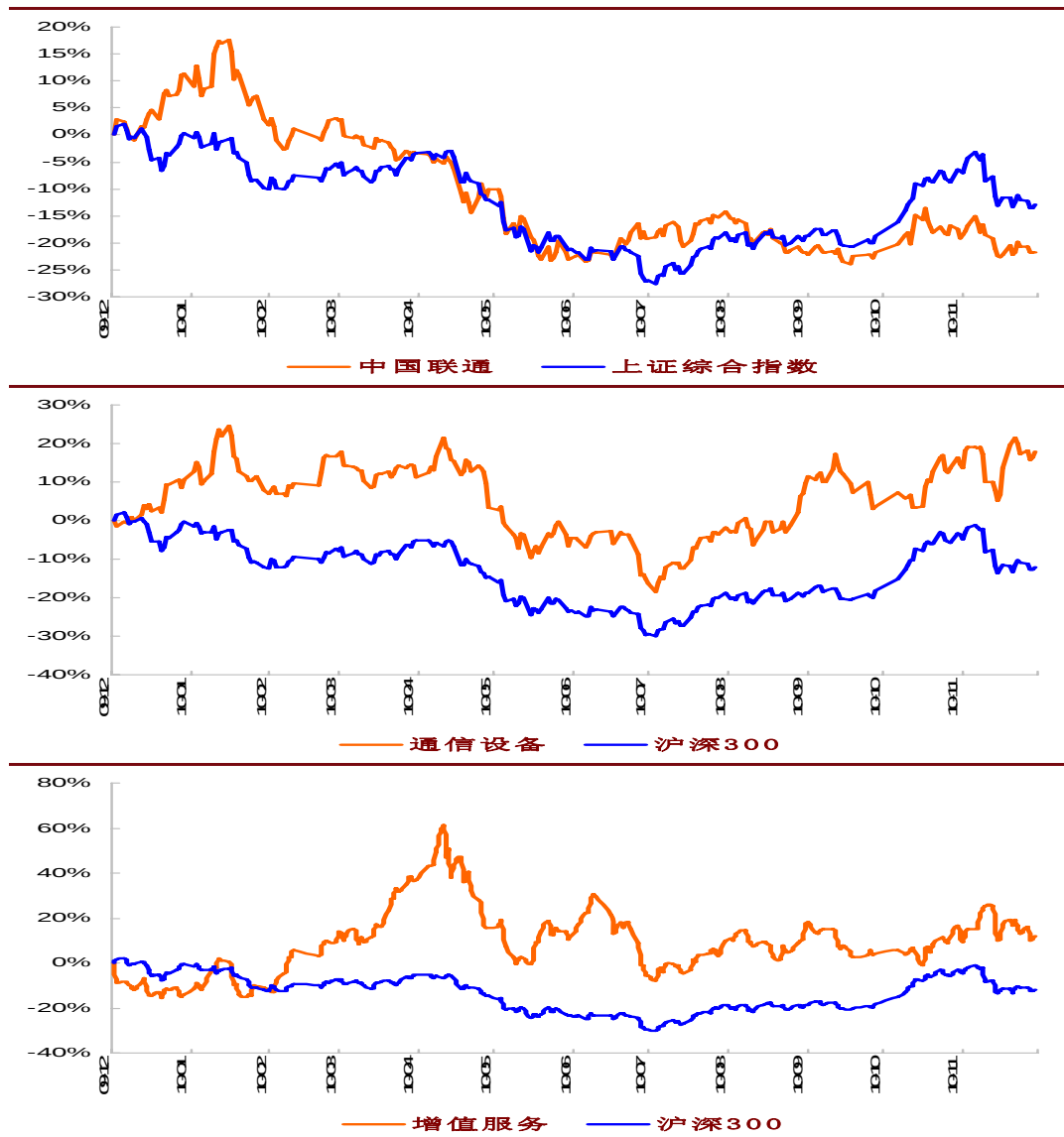
表 1: 三大运营商资本支出情况	4
------------------------	---

一. 通信板块上年回顾

今年通信固定资产投资较上年缩水,但由于通信设备板块稳定的投资预期和业绩增长使得板块的走势依然强于大势,2010年(截至12月2日),上证指数跌幅达12.34%,沪深300的跌幅为10.75%,通信设备板块逆市涨4.52%,但超额收益明显变窄。由于电信运营行业依靠用户规模增长驱动的发展模式已经不可持续,目前正处于增长方式转型期,故市场对其预期较弱,截至12月2日,运营商中国联通的走势弱于大势,跌幅为28.85%。

今年我们的投资策略中推荐通信设备板块中的光通信和网络优化子板块,截至目前,光通信板块涨幅达36.39%,网络优化也逆市涨26.28%。增值服务板块涨26.17%。

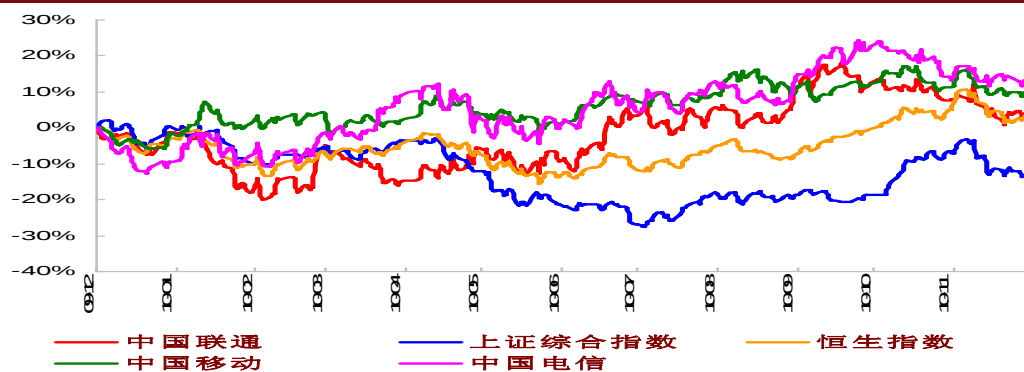
图1: A股市场上年走势情况



资料来源: 西南证券研发中心

香港市场方面，运营商中国移动、中国电信的表现强于恒生指数和上证指数，而中国联通 H 股表现相对较弱。5 月份开始，中国联通走势相对较为强劲，主要是由于：一、中国联通 3G 用户增量首次破百万，增长较快；二、Iphone4、Ipad 的热销等提振了 3G 用户的数量。

图 2：H 股市场上年走势情况



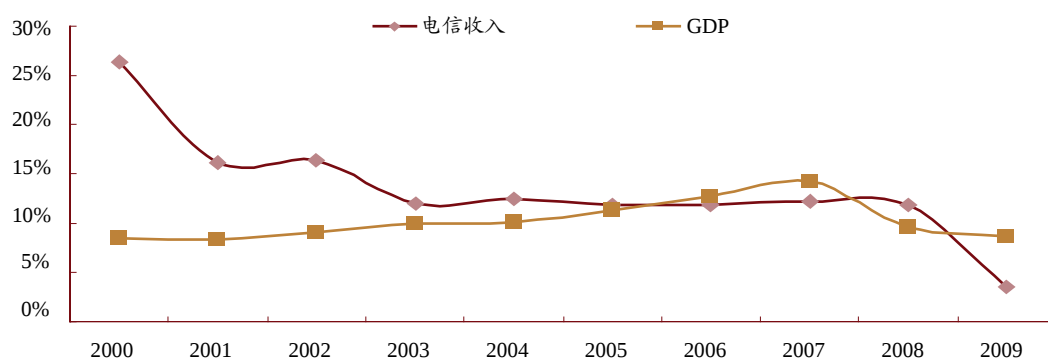
资料来源：西南证券研发中心

二. 运营商：增长方式转型期

2010 年 1-10 月，全国电信业务收入累计完成 7912.50 亿元，同比增长 13.21%，单月增速回升。

随着运营商竞争日益激烈，价格战的结果是电信收入的增长率与 GDP 增长量之间的差异越来越小。中国电信业务收入 2000 年左右以 2-3 倍 GDP 增速高速增长，04 年起与 GDP 增速基本同步，07 年增长率首次略低于 GDP 增速，到了 09 年增速远小于 GDP 的增速，电信收入的增长速度有了明显的下降。

图 3：电信业务收入增长率和 GDP 的比较



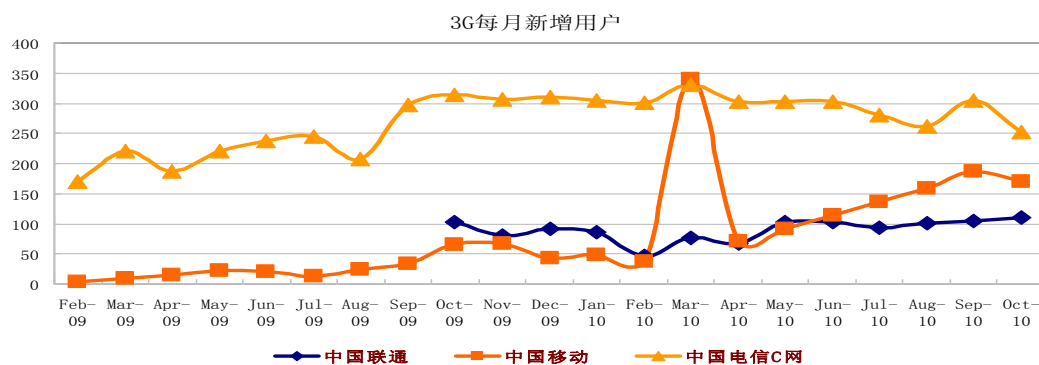
资料来源：西南证券研发中心

从目前看，运营商依靠用户增长驱动的发展模式已经不可持续，行业面临增长方式的转型。运营商的价值正在慢慢发生转移，从语音业务到数据业务，从传统的通信网转向下一代宽带网络。运营商期望自身的网络具备支持差异化竞争的能力，至少保证在激烈的竞争中不落伍。

而 3G 网络的出现给行业转型提供了一个过度平台，新的网络终端和新的业务为运营商提供了巨大的机会，无线与移动的作用越来越重要。像 3G 时期，无论国内还是国外，出现了第一个明星业务——3G 数据卡。运营商为用户提供丰富的移动宽带连接方式，包括 USB 数据卡、笔记本内置数据卡、宽带路由器等。不但吸引了大量的用户，同时对 ARPU 值也有极大的帮助。

随着运营商增长方式的转型，未来像 3G 数据卡这样的明星业务将层出不穷。但新业务从最初亮相到被大众广泛接受是需要一段时间和过程的，就像当年互联网的推广，电脑和手机等电子产品的家喻户晓等。未来一段时间，3G 用户的增长和业务的推广依旧是关注的重点。我们给予转型期的运营商“跟随大市”的评级。

图 4：3G 用户增长情况（亿户）



资料来源：西南证券研发中心

三. 设备商：由“宽带”引发的投资机会

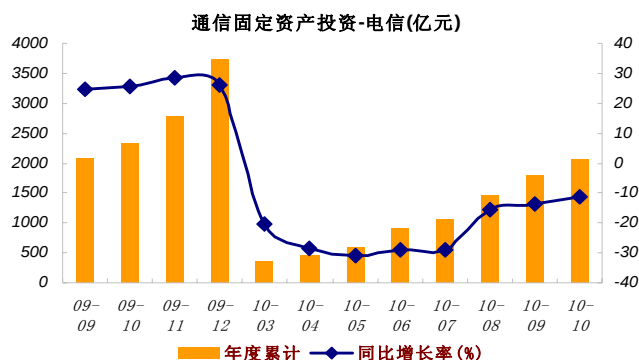
今年我们对通信设备行业的投资策略是“寻找细分市场中的高成长企业”，这个判断是根据 3G 网络建设投资高峰期后，子行业之间的投资转变而来。而对于 2011 年的通信设备市场，我们依然要关注行业中的细分市场，寻找那些紧跟政策主线，有确定性投资机会的子行业和公司，这是我们认为的最有效的投资思路。

（一）通信固定资产投资或将稳中有升

行业经历过 09 年的投资高峰期后，今年整体投资规模有所回落。年初三大运营商资本支出预算总额为 2355 亿元，较上年实际资本支出额同比减少 15.86%。截至 2010 年 10 月，我国通信固定资产投资达 2067.5 亿元，同比降低 11.04%，占运营商年初预算总额的比例为 88%。投资的主要方向主要是 3G 网络建设的延伸覆盖、PON、网络优化等设备的投入等。

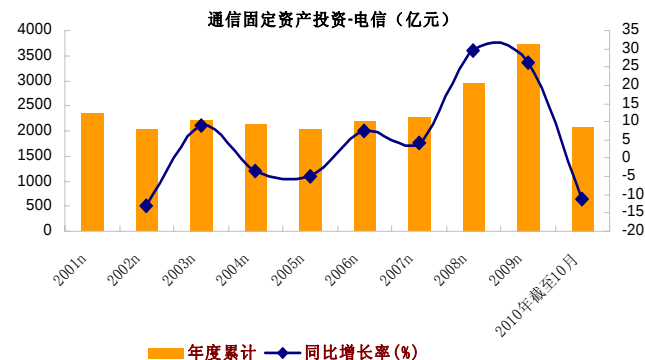
十二五期间，作为新兴产业的‘基础设施’，通信行业将成为新兴产业突破的关键，通信行业将迎来新一轮投资高峰期，通信固定资产投资或将稳中有升。

图 5：2009.9-2010.10 年各月通信固定资产投资情况



资料来源：西南证券研发中心

图 6：2001-2010.10 年通信固定资产投资情况



资料来源：西南证券研发中心

表 1：三大运营商资本支出情况（亿元）

	09 年资本支出预算	09 年实际资本支出	10 年资本支出预算
中国移动	1339	1294	1230
中国联通	1100	1125	735
中国电信	392	380	390
合计	2831	2799	2355

资料来源：公司公告，西南证券研发中心

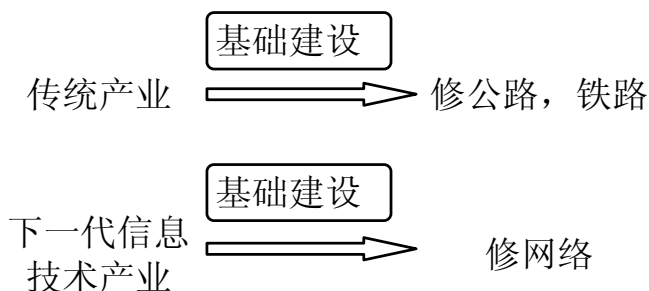
（二）“宽带”发展势在必行

通信网络作为国家经济发展的神经网络，对经济发展的意义重大，网络通信完善发达与否直接关系到整个社会信息的流转速度，从而带动整个社会的经济发展，已成为国家战略发展的需求。10 月 18 日出台的《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》中，规划到 2020 年新一代信息技术产业将发展成为中国国民经济的支柱产业。

同时，十二五规划已经明确了信息化的五大方向，并将物联网，云计算，移动互联网，三网融合等新兴信息化技术纳入下一个五年规划中，预计政府对信息化相关产业的扶持将持续并且会不断加强。

通信行业的投资机会与国家政策支持度息息相关。从政策面看，国家明确支持信息产业，而上述的新兴领域顺利推行的网络基础都是通信行业投资的范畴，通信设备行业的需求将有所放大。行业的投资机会将是产业升级及新兴产业兴起对‘宽带’的需求引起的系列反应。

图 7: 两种产业基础设施类比



资料来源：西南证券研发中心

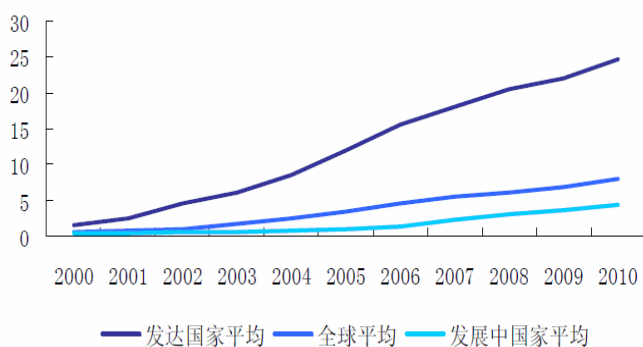
1. 光通信投资原始驱动力——宽带渗透率和网络速率

截至 2010 年 10 月份,我国宽带用户为 1.23 亿,渗透率超过 8%。而欧美、日韩等发达国家的宽带渗透率水平均在 30%以上,虽然目前我国拥有世界上最多的宽带用户,但 8% 的渗透率水平与发达国家相比依旧处于较低的水平,未来有很大的提升空间。

我国以 ADSL 网络接入为主的宽带平均速率仅为 1.8M，大多数下行速率不超过 4MB，仅相当于韩国的 8.7%，处于比较落后的状态。2007 年主要国家的平均网络下行速率已经达到 17.4MB，日本已经超过 90MB，接入速率已经成为我国宽带发展的瓶颈。

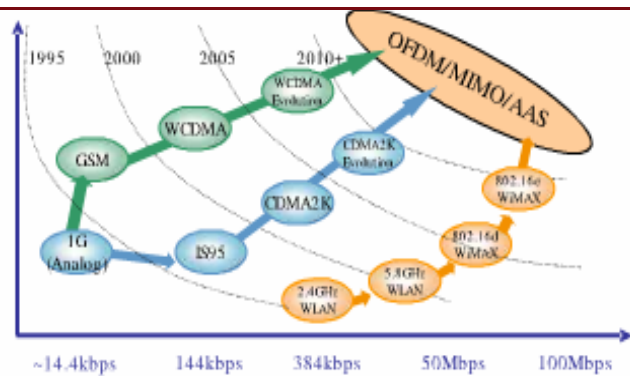
以上可以看出我国发展宽带网络的必要性和紧迫性。相对较低的宽带渗透率和网络速率是我国光通信发展的原始驱动力。未来城镇家庭用户宽带的普及、农村宽带服务市场的开拓及持续增长的宽带需求将给我国光通信市场带来较大的投资机会。

图 8: 宽带渗透率



资料来源：西南证券研发中心

图 9: 宽带需求演变



资料来源：西南证券研发中心

2. 光通信依然值得期待

除以上提到的光通信的原始驱动力外，国家在政策上也给予了光通信相当有力度的支持。今年3月份，工信部等7部委联合发布《关于推进光纤宽带网络建设的意见》，该意见要求加快光纤宽带网络建设，3年内光纤宽带网络建设投资超过1500亿元，新增宽带用户

超过 5000 万。较为明确的投资使得光通信板块从年初截止到目前的走势远远强于大市，涨幅达 36.39%。

运营商纷纷加大宽带投资力度

各运营商今年不同程度的加大了各自宽带网络的投资。中国联通今年上半年用于宽带网络的投资达到 118.6 亿元，同比增长 200%；8 月启动的宽带接入网 PON 设备集中采购规模再次提升，宽带端口达 1300 万线，超过去年 1100 万线 EPON 设备招标，创全球之最。中国移动 2010 年部署 600 万线 FTTX 设备，用于光纤宽带接入的投资额将达到 100 亿元以上。中国电信近期公布的计划显示，2010 年下半年和 2011 年分别追加投资 50 亿元、100 亿元，主要用于宽带建设。而在此之前中国电信计划分别于 2010、2011 年投入宽带建设资金 60 亿元、80 亿元。这意味着仅中国电信一家运营商，其两年内用于宽带升级的投资将达到近 300 亿元。

三网融合带来的确定性投资机会

国家在政策上对三网融合给予了大力支持。国务院提出全面实现‘三网融合’分两步走：2010 年至 2012 年重点开展广电和电信业务双向进入试点，2013 年至 2015 年，全面实现三网融合发展，普及应用融合业务等。2010 年 7 月 1 日国务院办公厅公布了第一批三网融合试点地区名单，三网融合试点工作正式启动；试点方案 8 月 16 日前报至国务院协调领导小组办公室，截至到 12 月 10 日，已有部分试点城市的试点方案修订成型。三网融合正式启动。从时间点上，2011 年虽是试点年，但也是三网融合的关键年，试点的成败与否直接关系到三网融合的推广进度。

三网融合的前提是要具备将传统广播电视网、互联网、通信网进行三网融合的新一代国家信息基础设施，也就是相当于为千家万户修建信息高速公路，高速率和高质量的网络是三网融合的基础设施。故三网融合试点初期及全面推广初期，也是运营商大规模完善网络阶段。尤其是广电网络，未来可以做宽带接入，需要提高其主干网的传输速度，而光通信的带宽和传输速度能很好的解决其网络的瓶颈。同时三网融合中综合传送各种业务信息使得其对传输网络有一定的要求，而光通信技术能为其提供理想化平台。

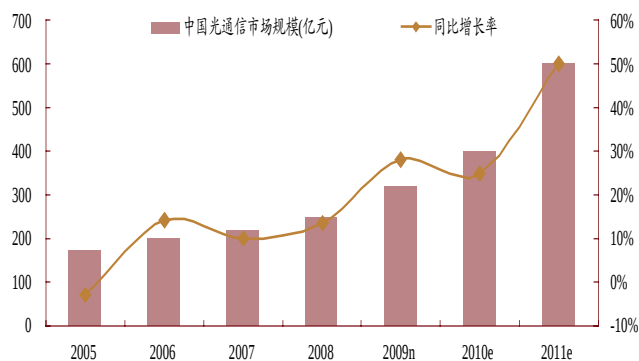
十二五期间，三网融合将给光通信带来确定性的投资机会，而投资的主体是广电网运营商的概率较大。按照目前广电网提出的 NGB 规划，我们预计十二五的前三年将是 NGB 集中建设的三年，总投资将在千亿以上。未来，随着用户流量消费的快速增长，高清视频业务及其他数据业务的发展，光通信的需求将源源不断。

移动互联网、物联网是新的，持续不断的投资热点

无所不在的覆盖、无所不在的宽带和无所不在的移动性，这可能是移动互联网、物联网时代最显著的特征。这些显著特征背后强有力的支撑依旧是通信网络。目前，国内关于移动互联网、物联网的商业模式依旧处于探索之中，运营商有责任和义务推动该产业的快速发展，其中，建设满足物联网时代应用的网络必不可少。物联网等的发展为光通信的发展提供了较为明朗的前景。

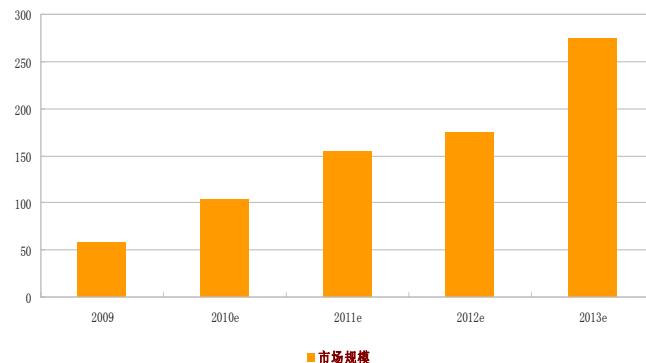
宽带的建设在未来几年依旧是通信行业投资的重点和热点之一，所以光通信是行业发展中持续的亮点，值得持续关注。

图 10: 光通信市场规模



资料来源：西南证券研发中心

图 11: 我国 FTTH 设备市场规模（亿元）



资料来源：西南证券研发中心

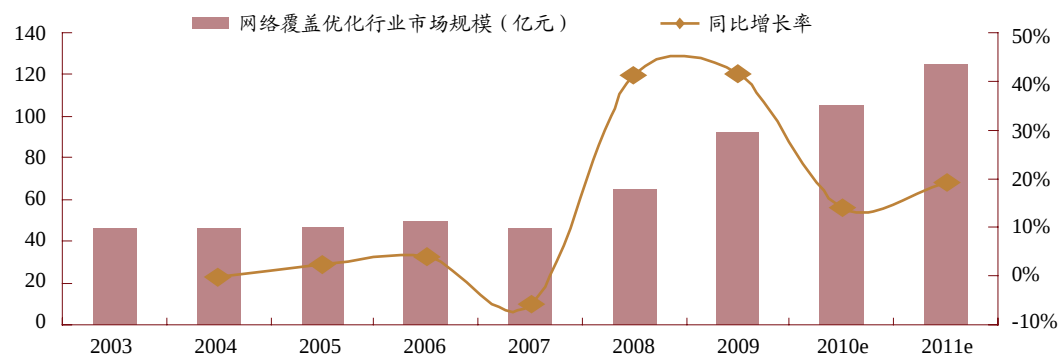
3. 网优的需求具有可持续性

对于网络优化覆盖行业，自从 2000 年进入高速发展期以来，直到 08 年底，我国每年对该市场的投资额约占运营商资本性支出的 4%。3G 网络是一个全新的网络，由于其网络频率的特性，尤其是中国移动 TD-SCDMA 网络，各方面都缺少网络优化的经验，因此运营商对其投入会上升。故 2009 年后运营商所需网络优化投资的比例要高于 4%。

3 月中旬，工信部等 8 部委联合发布《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》，该意见提出到 2011 年，我国 3G 网络覆盖全国所有地级以上城市及大部分县城、乡镇、主要高速公路和风景区等，3G 建设总投资 4000 亿元，3G 基站超过 40 万个，3G 用户达到 1.5 亿户。按“意见”中所提，到 2011 年 3G 建设总投资 4000 亿元，按 4% 折算到网络优化覆盖，今明两年投资额至少是 100 亿元，再加 2G 网络优化的市场规模，该市场的总规模今年会超过 100 亿元，而且未来几年该市场容量相对稳定，都会保持在此规模以上，市场空间初步显现，并且该行业经历过一次洗牌后市场份额相对集中，毛利率水平也相对稳定。

另外，近年来各大城市纷纷上马“无线城市”建设，巨量的新通讯设备投入及网络的铺设，使网络复杂程度不断增加。基于此，网络优化服务在“无线城市”产业链中显得愈发重要。随着“无线城市”的建设，运营商对用户体验开始重视，网络优化也逐渐成为运营商投资的重点之一，专注网优服务行业的公司将迎来较大的成长空间。

图 12: 网络优化覆盖市场空间



资料来源：西南证券研发中心

总体而言，明年通信设备行业整体机会难觅，但未来具有良好发展前景的子行业仍可看好，如上文所说的光通信、网络优化等，且个股的波段机会也可乐观看待。我们将通信设备板块评级调为“跟随大市”，依旧给光通信和网络优化板块‘强于大市’的评级。

4. 智能终端带动增值业务的发展

往年选手机，我们还在纠结于诸如直板、翻盖和滑盖，但今年，想晒你的新手机，还是买个触摸屏的吧，最好是多点触摸。如果你依然青睐传统的键盘，可以考虑触摸屏+全键盘的“二合一”机型。随着 Iphone4、Ipad 等的闪亮登场，智能手机的飞速发展成为行业的一大亮点。增值业务作为智能手机的‘心脏’，只有不断的有‘新血液’（新的增值业务）的注入才能维系智能手机的发展，而智能手机的发展也为增值业务提供了新的发展动力和空间。

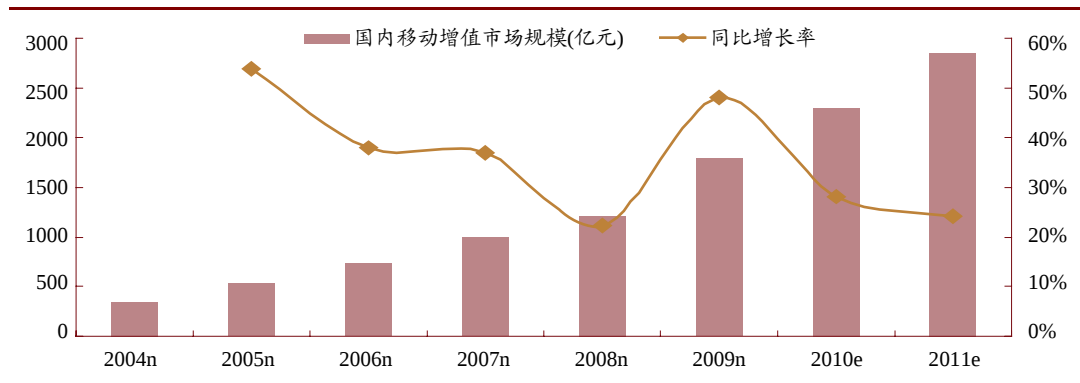
宽带的发展将为增值业务的发展提供良好的平台，使得新型的增值业务有实现的可能；而三网融合的发展为增值业务的展现提供了不同的空间，同时也会不断促进增值业务的发展。

从运营商角度看，后 3G 时期，运营商的工作重点也逐步从建网转移到怎么利用新网络来争取更多的客户，提升自己的竞争力上。所以为了实现这一目标，各运营商都在大力拓展新业务增加吸引力，增加客户粘性，所以增值服务商的重要地位和美好前景也日益凸显，增值业务的发展也渐成亮点，其市场容量也将会逐渐攀升。增值业务“没有做不到，只有想不到”的巨大想象空间也是受市场青睐的原因之一。

另外，三网融合的开始意味着我国以三网融合为主的宽带互联网应用的开始。宽带互联网应用的业务及内容提供商即增值服务商（CP，SP 或者是新型的服务提供商）的发展空间增大。增值服务商或者是传统的影视制作机构和电信的 SP，或者是在新的高速双向网络环境下，诞生出的新的平台，如电视-网络电子商务平台，这个平台能够融合传统电视购物和如今淘宝的特征与优势，伴生于这一平台还会有一个新的支付体系和信用体系等。三网融合使增值服务的想象空间加大的同时为其提供了实现该想象的渠道和平台，极大的增大了增值服务的拓展空间，使该行业内的公司从中受益。

我们依然维持之前给予增值服务板块“强于大市”的评级。

图 13：近几年国内移动增值市场规模变化情况



资料来源：CCID，西南证券研发中心

四、重点推荐公司

鉴于行业确定性的投资机会，2011 年我们的选股思路依旧是围绕光通信和网络优化厂商。光通信由于前期上涨较多，建议回调后参与，重点推荐行业龙头中兴通讯和配线细分领域龙头日海通讯；网络优化厂商主要建议关注“设备+服务”类，如三维通信。另外，建议关注国腾电子和拓维信息。

（一）中兴通讯（000065）：增长动力足，且具估值优势

公司能否实现快速增长，与未来电信市场投资规模的发展前景密切相关。我们在上文也阐述了未来由宽带拉动的投资，将使行业保持持续的景气度，同时随着全球电信行业投资的回暖也有助于公司快速增长。公司成长性的根源在其相对竞争力的提升，不断扩大的市场份额正是其竞争力的体现，09 年公司已跻身全球第四大通信设备商。

未来，欧美和亚太地区是公司扩大市场份额的源泉，而终端产品的成长将是公司的业绩亮点之一。随着三网融合、物联网的发展对宽带需求的增加，作为行业龙头，公司将直接受益。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为：1.10 元，1.42 元和 1.80 元，目前公司估值较低，我们给予其“买入”评级。

（二）国脉科技（002093）：受益行业发展及自身业务拓展

由于第三方电信外包服务提供商独立性和公正性的优势，随着通信网络规模的扩大和通信技术的发展，运营商出于成本和更能专注于自己的核心业务建设的考虑，越来越多的将网络规划、设备系统维护等交由专业的技术服务商提供，使得该市场的规模逐步增大，行业景气度不断上升。

2010 年随着运营商 3G 基础网络的建成，其对网络维护的需求将进一步加大，公司作为国内唯一能在多个领域与国际设备厂商竞争的通信外包服务提供商，凭借其综合服务能力和品牌及性价比优势，一定能在该机遇中取得更大的发展空间。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为：0.33 元，0.49 元和 0.70 元，我们给予其“买入”评级。

（三）三维通信（002115）：业务转型，值得期待

公司已借助广州逸信进入网优服务领域，非公开增发项目将进一步完善公司在网络优化领域的产业链布局，在行业内率先确立“设备+服务”一体化的发展模式，网优服务行业竞争格局越来越有利于“设备+服务”一体化，具有完整产业链布局的厂商。未来网络优化服务行业景气度将持续向上，公司传统业务持续稳健增长可期，同时业务转型将带来新的增长驱动，公司作为行业内的领先厂商，将获得较大的受益空间。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为：0.50 元，0.67 元和 0.85 元，我们给予其“买入”评级。

（四）拓维信息（002261）：受益于三网融合业务的发展及手机支付业务的拓展

三网融合的开始意味着我国以三网融合为主的宽带互联网应用的到来，而宽带互联网的应用将给增值服务商提供更大的发展空间。公司作为增值服务的主要厂商之一，业务种类较为丰富，尤其是手机动漫业务独占鳌头，有着很好的内容获取渠道，这也将为其在宽带互联网应用时代奠定良好的基础。同时，公司计划从增值服务商向移动互联网服务企业转变，这将会使公司脱离来自运营商的风险，使公司业务有更自由的发展空间；公司已经参与了中国移动在湖南和云南二省移动支付平台运营，将会受益于手机支付业务的爆发性增长。另外，公司的增值服务为湖南省本地业务、以及中国移动自有业务（手机动漫为中国移动自有业务），故公司在从 09 年底开始的 SP 行业政策整顿中受影响很小。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为：0.78 元，1.00 元和 1.40 元，我们给予其“增持”评级。

（五）国腾电子（300101）：北斗导航一体化的领军者

北斗卫星导航产业链包括上游的芯片及模块产品，导航引擎及处理软件，地图数据及电子地图；中游的北斗终端产品；下游的卫星导航系统集成/导航运营服务。其中国腾电子目前涉足芯片及模块产品、北斗终端，卫星导航运营服务三个领域，拥有比较完整的产业链结构。五年来，公司为北斗终端最大供应商（市场综合占有率在 40%左右），且被列为国家重点支持的北斗系列终端产业化基地。

卫星导航市场前景广阔，北斗导航系统发展迅猛，公司五年来一直是北斗终端最大的供应商，竞争优势归纳起来主要有以下几个：1、在北斗关键元器件领域，公司是国内综合实力最强，产品系列最全的企业；2、“元器件-终端-系统”完整产业链确保公司能充分抓住北斗卫星导航系统的高成长；3、公司所在行业进入壁垒高。预计公司 2010-2012 年的每股收益分别为：0.81 元，1.12 元和 2.00 元，我们看好公司的成长性，建议股价回调后买入。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100140

电话：（010）57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/