

通信行业 2012 年投资策略

围绕中国移动 3G 困局挖掘结构性投资机会

信息技术/通信

投资要点：

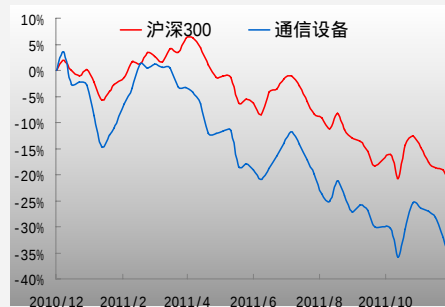
- 2011 年原材料价格、人力成本、人民币汇率上升提高通信设备行业营业成本和费用,运营商集采价格下降以及较长的付款期进一步影响行业盈利能力,我们认为 2012 年通信行业仍可能受到宏观经济负面影响,但围绕中移动 3G 困局以及无线、固网宽带建设可以寻找到较多结构性投资机会。
- 3G 时代用户数据消费潜力未得到完全的挖掘,以及低成本终端芯片研发可能滞后,预计中国移动 TD-LTE 网络规模商用要到 2015 年;当前中国移动重点推进建设的 WLAN 并不能很好迎合移动互联理念,因此中国移动“四网”将长期面临高数据流量带来的压力,并影响今后 2-3 年中国移动发展策略和资本支出。
- 我们从中国移动困局出发分析 2012 年运营商资本支出变化和相关专业景气度。中国移动无线网络投资额的不确定将影响系统设备和网络优化厂商明年成长性。具有较为明确投资价值的有通信运营/中国联通、光通信子行业。
- 我们看好中国联通未来前景主要由于联通 3G 业务发展具有极高空间和时间的自由度。目前联通已经完成借助 iPhone4 建立 3G 品牌,进入普及各类中高低端 3G 终端的阶段,在 3G 补贴政策操作空间上具有更高自由度;中国移动 TD-LTE 网络规模商用滞后,联通 3G 用户发展具备充分时间裕度,3G 网络质量提高将保证其竞争力长期领先于中国移动。
- 政策及运营商竞争催化光网普及。中国电信和中国联通针对反垄断调查的声明使 2012 年光通信行业景气上升具有很高确定性。我们看好光通信产业链的各龙头企业:中天科技、烽火通信、光迅科技、日海通讯。尤其值得关注光纤光缆子行业,预计 2012 年光纤光缆企业销售出现量价齐升局面,行业存在估值修复行情。
- 风险提示:宏观经济负面因素侵蚀企业利润;行业出现价格恶性竞争。

优于大势

维持评级

发布时间:2011 年 12 月 5 日

走势图



子行业	评级
光通信	优于大势
通信运营	优于大势
系统设备	同步大势
网络优化	同步大势

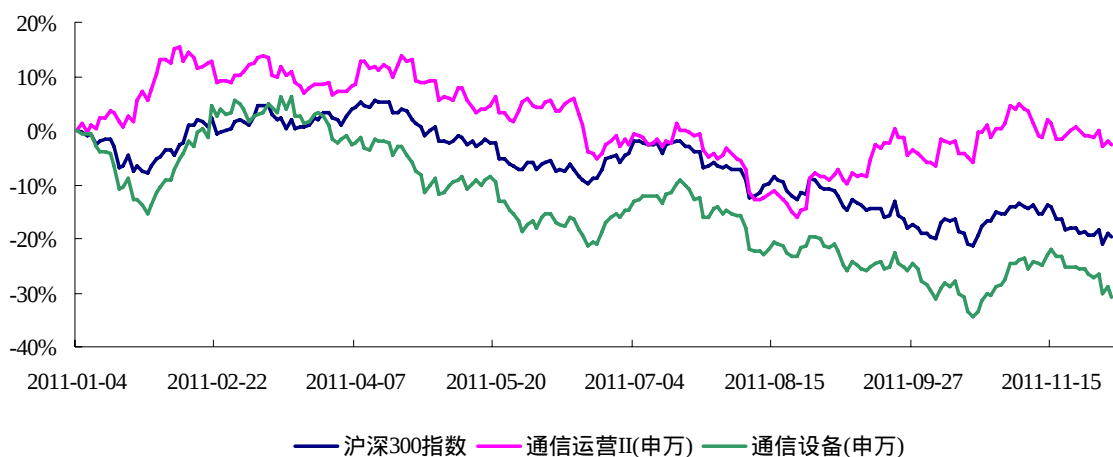
重要公司	评级
中国联通	推荐
中天科技	推荐
光迅科技	推荐
烽火通信	推荐
日海通讯	推荐

分析师:周思立 联系人:翟明华
执业证书编号:S0550511010003
TEL:(8621)6355 6978
FAX:(8621)6337 3209
Email:zhaimh@nescn
地 址:上海市延安东路 45 号 20 楼
邮 编:200002

一、 2011 年通信行业回顾

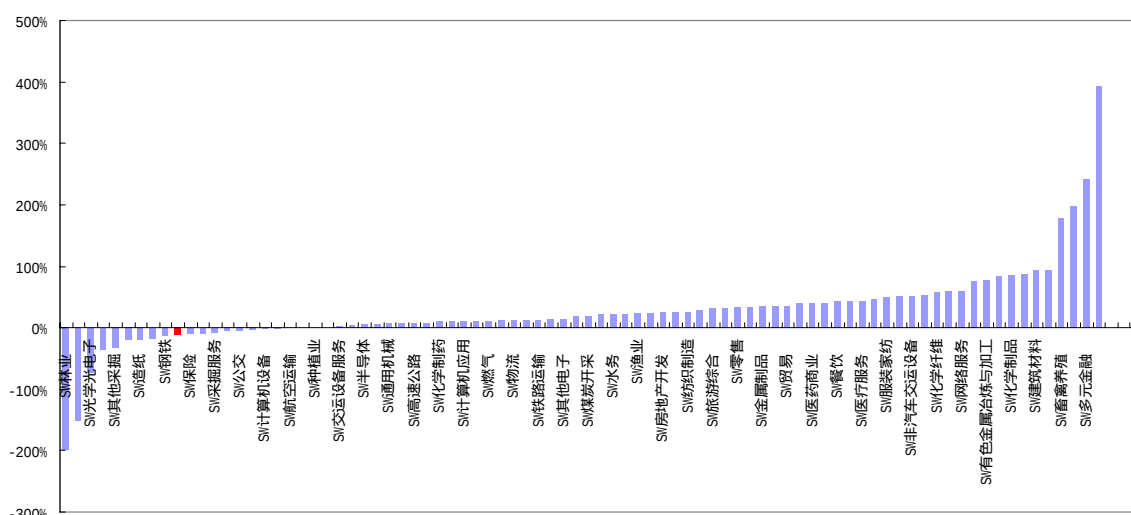
至 12 月 2 日，通信运营板块跑赢沪深 300 指数 15.76%，通信设备板块跑输 12.42%。2011 年宏观经济层面的负面因素如原材料价格上涨、人力成本以及人民币汇率上升提高通信设备行业的营业成本和费用率，运营商集采价格下降以及较长的付款期不仅影响通信设备行业盈利能力，甚至危及部分企业生存，在 2011 年三大运营商资本支出增长的情况下，通信设备行业出现增收不增利的情况。

图一 2011 年前三季度通信设备板块归属母公司股东的净利润同比增长率



资料来源：Wind；东北证券整理，2011/7

图二 2011 年前三季度通信设备板块归属母公司股东的净利润同比增长率



资料来源：Wind；东北证券整理，2011/7

工信部数据显示 2011 年 1-7 月国内通信设备制造业主营业务收入与利润总额分别同

比增长 16.2%、-20.5%；Wind 数据显示 2011 年前三季度通信设备板块合计营业收入和净利润同比增长率为 56.0%、-10.0%；我们认为 2012 年通信行业整体上仍然受到宏观经济负面影响，利润增幅低于营收增幅，但围绕中移动 3G 困局以及无线、固网宽带建设可以挖掘到较多结构性投资机会。

二、 2012 年投资逻辑

(一) 短期内 TD-LTE 与 WiFi 网络无法减缓中国移动 2G/3G 网络数据流量压力

(1) TD-LTE 商用时间不及预期

我们在今年 7 月份的调研显示，产业界对中国移动 TD-LTE 规模商用时间点的预期较为靠后，2015 年可能才实现规模应用。业界的观点是通过比较国内外无线通信市场的不同发展过程得出的。国外 3G 用户增长不仅仅体现在数量上的变化，更重要的是促使用户消费习惯发生了变化，如用智能手机下载电影、在线视频聊天等，使数据消费深入人心。

3G 发展引起这一质的变化是 LTE 发展的基石，所以欧美韩日等地区开始 LTE 商用，LTE Advanced 商用也提上日程，TeleGeography 数据显示，截止 2011 年 11 月中期，全球范围内在用的 LTE 网络已有 39 张，超过一半是在 2011 年推出，LTE 网络的部署将会在未来 2-3 年内激增。而我国 3G 尚处起步阶段，业界认为用户数据消费的潜力没有得到完全挖掘，进入 LTE 为时尚早。

表一 2011 年 7 月 CEVA 技术研讨会芯片厂商观点汇总

厂商	观点
Marvell	跟中国相比，发达国家网络由当地市场和运营商主动创新驱动的内在演进需求更为强烈，早期 LTE 还是先从发达国家起步。在国内，联通和电信希望 LTE 发展越慢越好，只有中国移动最为积极，预计明年底有终端产品发布，终端产品的推出取决于 28nm 节点上基带芯片是否成熟。2013 年国内可能会有大城市开展 TDLTE 的小规模商用， 大规模商用要到 2014 或 2015 年。
联芯科技	LTE 芯片开发难度较小，不是影响 LTE 进程的主要因素，公司去年推出 TDLTE/TDSCDMA 双模基带，今年能出 FDD/TDD LTE 双模基带。LTE 推广的难度是在应用层面，以 3G 为例，从 2008 年到现在，尽管芯片已很成熟，但国内 3G 用户群还没真正培养起来。因此 LTE 商用至少需要现在的 3G 网络培养出国内用户进行数据消费的习惯（个人观点：国内运营商应降低资费配合），然后才能发展。2012 或 2013 年大概能看到 LTE 芯片技术的初步成熟， 2014 年 LTE 网络大规模应用。
展讯通信	技术成熟来的快，今年国内外厂商基本都会出芯片(包含工程样片)，但是对大规模商用的预期最为悲观， 预计大规模商用要到 2015~2017 年 ，原因还是国内数据业务需求得由 3G 慢慢培养。LTE 发展初期国内终端产品以数据卡为主，数据卡可能主导 5 年左右。

资料来源：东北证券整理，2011/7

从产业生态角度看，目前全球已经商用和在建 LTE 网络以 LTE FDD 为主，2011 年 10 月全球已经商用的 35 张网络中 LTE FDD 网络 32 张，LTE TDD 网络 3 张。产业生态的弱势可能使 TD-LTE 网络设备和终端芯片的成熟度推迟，尤其是终端芯片，目前主流 3G 芯片厂商采用 40nm 工艺，现在 LTE 开发从 40nm 起步，每次流片花费 800 万美元，并且早期工程样片没法通过商用收回成本，LTE 实现商用时基带 ASIC 肯定采用 20nm 工艺，成本更高。

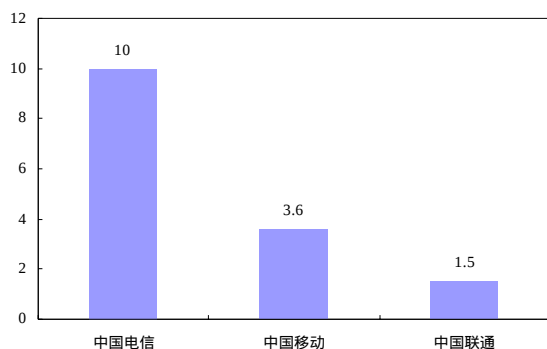
我们认为参与中移动测试的主要芯片厂商海思、创毅视讯的规模实力难以承担 TD-LTE 商用初期投入回报不对称的风险，测试达到预期并不能用于判断成熟商用的时点。Qualcomm 研发 LTE TDD 基带芯片和软银布局 LTE TDD 商用网络会逐步促进产业生态的完善，但我们认为距离提供低成本、低功耗终端形成规模效应还有较长时间，中移动 TD-LTE 规模商用时点在 2015 年左右，并且商用早期已发展数据卡用户为主，还不能根本解决智能手机引起的 2G 网络拥堵问题。

(2) WiFi 网络建设不是解决数据流量爆发的根本途径

iSuppli 数据显示，到 2010 年底，中国电信、中国移动、中国联通分别建设 10 万、3.6 万、1.5 万个热点。今年中国三大电信运营商继续部署热点。中国移动计划至 2013 年共部署 100 万个热点。中国移动在 3 月完成 100 万个接入点的 WLAN 设备合同招标工作，2011 年上半年中国移动的热点增加到 8.42 万个，比 2010 年底增长 133.9%，中国移动还计划在 12 月启动逾 200 万个接入点的 WLAN 设备集中招标。

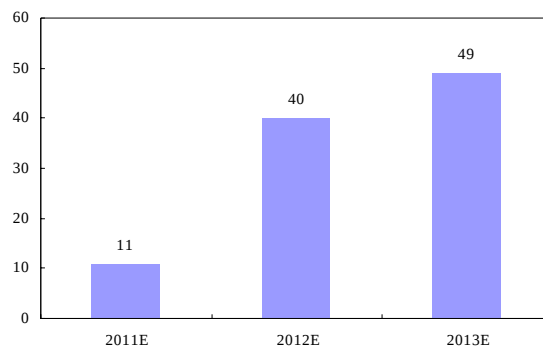
中国联通与中国电信采取紧跟竞争对手的策略，加大热点区域覆盖。中国联通在 2011 年 8 月完成了 40 万个接入点的采购活动。中国电信 2011 年《中国电信运营级 WiFi 网络建设指导意见》指出“未来 2-3 年内中国电信 WiFi 网络要实现对公共区域无线数据热点的基本覆盖，2012 年底全国 AP 总量需达到 100 万台，2013 年底全国 AP 总量超过 120 万台”。

图三 2010 年底国内运营商热点数量(万个)



资料来源：iSuppli，东北证券整理

图四 中国移动 2011-2013 年新增热点数量(万个)



资料来源：运营商公告，东北证券整理

中国移动 WiFi 网络建设资本支出规模大于中国联通与中国电信的主要原因是，

2G/3G 移动通信网络带宽劣势很难在近期得到解决,目前 TD-SCDMA 网络资源利用率只有 10.6%,而 GSM 网络资源利用率超过警戒线为 78.3%,数据流量爆发促使中移动被迫短期内依靠 WLAN 分流。中国移动今年前 3 个季度,其无线上网业务流量达到 2173 亿 MB,去年同期为 1371 亿 MB,其中移动数据流量 1123 亿 MB,WLAN 数据流量 1050 亿 MB,WLAN 贡献接近一半比例,目前中国移动数据流量结构基本稳定为 WLAN:2G:3G~50%:35%:15%。相对于中国移动,中国电信的 CDMA 1x 和 EVDO 网络承载了绝大部分数据流量,2011 上半年上海电信 WiFi 流动占无线宽带总流量比为 7.5%。

我们认为,WLAN 分流量大并不意味中国移动在 TD-LTE 商用前能够依靠 WLAN 缓解数据业务增长带来的网络压力;与“量”相对应,反映“质”的结构性因素如用户类型局限、地区发展不平衡、普及率低显示出满足中国移动 WLAN 很难满足移动互联网泛在性需求。用户类型方面,2011 年 4 月中国移动 WLAN 使用用户达到 254 万户,环比增长 15%,高校用户占 40%,WLAN 流量达到 129 亿 MB,环比增长 3%,高校流量占 82%;地区发展方面,4 月广东、山东、江苏、上海、浙江用户数占全国总数的 90%以上;普及率方面,上海、山东、江苏、广东的普及率超过 0.5%,多数省的使用用户规模不足 5 万户,普及率不到 0.1%。

(二) 围绕中移动困局寻找结构性投资机会

(1) 2012 年通信行业投资策略综述

表二 2012 年通信行业投资策略

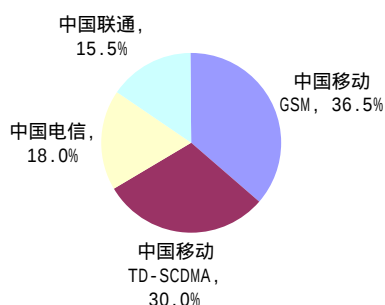
基本假设	2012 运营商资本支出趋势与发展格局预测	影响子行业	对行业短期投资价值影响	对行业长期投资价值影响
目前中国移动“四网”(GSM、TDS、TDL、WiFi)无法充分满足数据流量需求 注:该假设合理性在二.(一)节已阐述	中国移动 GSM、TD-SCDMA 网络资本支出下降,分别低于 2011 年、2010 年高峰	系统设备	负面/强	负面/强
		网络优化	负面/强	负面/强
	中国移动 TD-LTE 资本支出增加	系统设备	正面/弱	正面/强
	中国移动 WiFi 投资额短期爆发增长	WiFi 子行业	正面/强	中性/弱
	中国移动寻求固网业务利润,三大运营商宽带市场竞争加剧	光通信	正面/强	正面/强
	中国联通 WCDMA 网络资本支出继续增加	系统设备	正面/弱	正面/中
		网络优化	正面/弱	正面/中
	中国联通争夺中国移动高端客户,3G 用户高速增长	通信运营	正面/强	正面/强

资料来源:东北证券整理

从上表看出,短期与长期均具有较强投资价值的板块为光通信与通信运营(中国联通)行业。

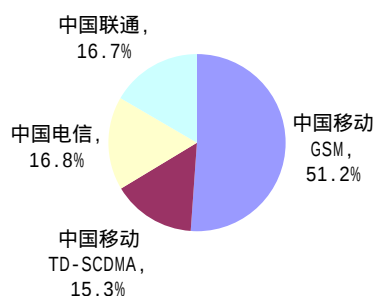
中国移动移动网络资本支出占三大运营商移动网路资本支出的约 2/3，接近三大运营商年度总支出的 1/3，是影响上游通信设备供应商经营业绩的重要因素。2010 年、2011 年中国移动移动网络资本支出分别由 TD 四期、GSM 建设拉动，在 TD-SCDMA 因先天劣势导致分流作用不明显、GSM 网络扩容信号干扰等问题的影响下，2012 年中国移动 TD-SCDMA 与 GSM 投资额存在不确定性，而中国联通虽然存在 2012 年 WCDMA 投资额同比增长率远超 2011 年 24%的预期但是基数较小，短期内网络优化与设备配套(天线)子行业成长受限。

图五 2010 年三大运营商移动网络投资比重



资料来源：iSuppli，东北证券整理

图六 2011 年三大运营商移动网络投资比重



资料来源：运营商公告，东北证券整理

(2) 移动困局降低 2012 年国内系统设备商成长预期

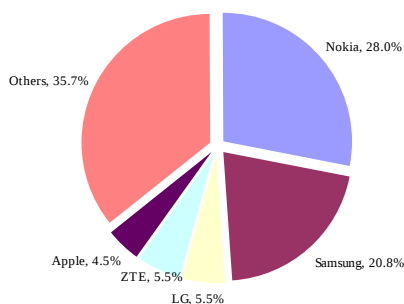
对于系统设备商，我们在通信行业 2011 年中期策略提出“华为与中兴通讯的营收已被行业的“天花板”决定，主要厂商的竞争格局保持稳定，如在无线设备市场，从 2009 年一季度到 2010 年四季度，中兴通讯市占率的浮动仅在 3.3%以内，因此即使中兴通讯在国内与海外开拓 LTE 业务，但如中国移动也会与 Ericsson 等合作共同培育 TD-LTE 生态，软银 TD-LTE 网络由多家供应商建设新兴业务，未来中兴通讯在整体市场的地位不会有太大改变。”DELL’ORO 11 月份的数据显示，2011 年第三季度全球无线市场领导厂商爱立信、华为、诺西、阿朗的份额分别为 39.3%、19.1%、18.5%、15.1%，中兴通讯排名于前四之外。华为和中兴通讯的市场地位也即竞争力基本没有相对变化，符合我们的预测。未来华为和中兴通讯如果要维持自身在通信行业的竞争地位，必须能够充分参与全球 4G 网络建设，但是中移动 TD-LTE 网络建设滞后和无法打开美国通信设备市场可能降低其未来 2-3 年的成长预期，因此华为与中兴通讯需要发展策略转型。

TeleGeography 数据显示，至 2011 年第三季度，美国 Verizon LTE 用户超过 310 万户，占据全球 LTE 用户数的 60%，预计 2012 年全球 LTE 主要市场仍为北美地区，其用户数达 1100 万左右，约为亚洲和欧洲用户之和。因此，在 2012 年，中兴通讯和华为如仍无法参与美国市场而中移动 TD-LTE 规模商用时间延后，必须谋求转型寻求新的赢利增长点，两家厂商已在 2011 年取得相关业务突破，华为进入规模约为通信行业 10 倍的

ICT(IT&CT)行业。中兴通讯智能终端业务对公司营收产生重要贡献。ABI Research 数据显示，2011 年第三季度中兴通讯手机市场占有率为 5.5%，与 LG 并列第三，去年同期市场占有率仅为 2.5%。

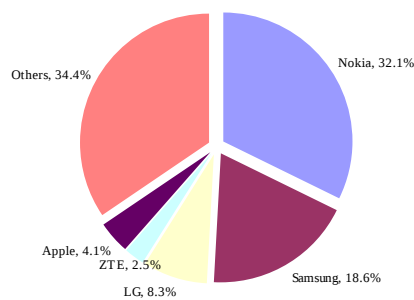
中兴通讯低毛利率终端产品收入的高速增长导致净利润增长不及预期。公司三季度整体毛利率为 31.2%，比去年同期下降 3.5%。前三季度中兴通讯终端销售收入同比增长 53.43%，约为整体收入增长率的 2 倍。我们认为终端毛利率下行拖累净利润成长的局面近期难以改善，主要逻辑为：(1)全球移动互联用户发展仍处初期，国内外运营商对低价合约机的诉求长期存在，公司建立品牌优势取得议价能力需要时日；(2)手机产品呈现硬件性能加速上升和价格加速下降趋势，公司面临的是技术门槛相对较低的类 PC 行业，难以复制在电信设备业的成功经验。我们在三季报点评中“公司四季度存在出售控股或参股公司股权加注净利润”的预测已经得到印证。预计 2011 年、2012 年中兴通讯净利润增长率分别为 1.6%、14.6%。

图七 2010 年 Q3 全球手机市场厂商格局



资料来源：ABI Research，东北证券整理

图八 2011 年 Q3 全球手机市场厂商格局



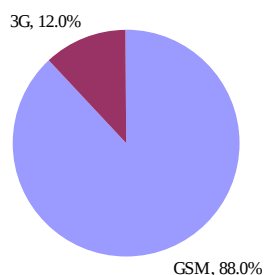
资料来源：ABI Research，东北证券整理

三、 重点行业分析

(1) 通信运营行业

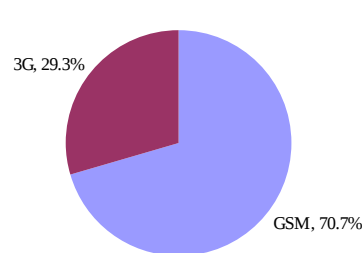
2011 年前三季度，中国联通移动业务实现营业收入 965.13 亿元，同比增长 45.0%。其中服务收入为 781.07 亿元，同比增长 26.0%；移动增值服务收入为 281.83 亿元。移动用户 ARPU 47.4 元，同比增长 9.0%。移动业务中 3G 业务持续快速增长，实现收入 229.03 亿元，所占移动服务收入的比重由上年同期的 12.0% 上升至 29.3%，ARPU 为人民币 115.0 元，平均每用户每月数据流量为 270M。随着 3G 用户数增长加快，预计 2012 年公司 3G 业务收入占移动服务收入比重达到 50%。

图九 10Q1-10Q3 中国联通 3G 业务收入占比



资料来源：中国联通，东北证券整理

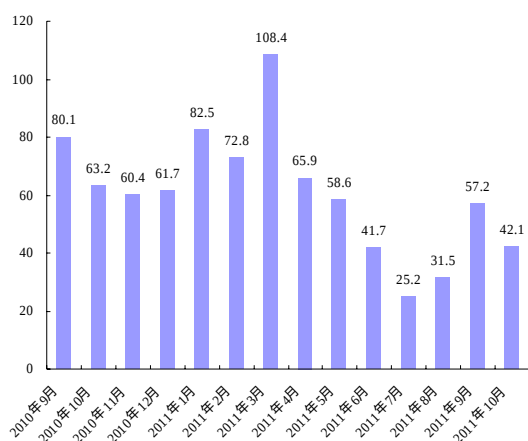
图十 11Q1-11Q3 中国联通 3G 业务收入占比



资料来源：中国联通，东北证券整理

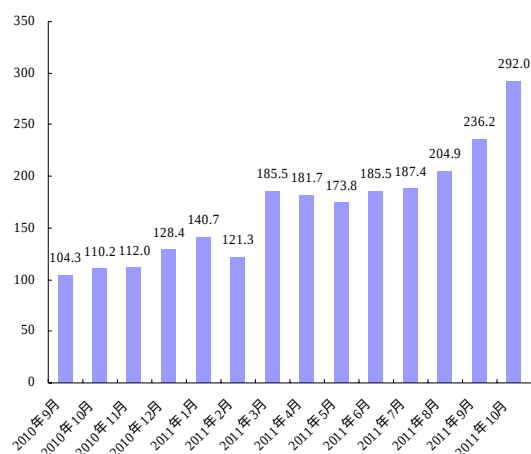
中国联通 2011 年 10 月运营数据显示，2011 年 10 月中国联通 3G 用户净增 292 万户，3G 用户累积达到 3315 万户；2G 用户增长 42.1 万户，2G 用户总数累计达到 1.59 亿户。固网方面，2011 年 10 月，中国联通本地电话用户减少 27.8 万户，固话总数为 9429.7 万户；宽带用户增长 51.2 万户，累积达到 5504.9 万户。从 10 月 3G 新增用户增长速度看，公司能够完成 2011 全年新增 2500 万户的目标。随着 3G 业务发展加快，预计 2011 年公司营业收入、归属母公司所有者净利润分别达到 2025 亿元、23.01 亿元。

图十一 2010.9-2011.10 中国联通 2G 新增用户数



资料来源：中国联通公告，东北证券整理

图十二 2010.9-2011.10 中国联通 3G 新增用户数



资料来源：中国联通公告，东北证券整理

我们看好中国联通未来前景主要由于联通 3G 业务发展具有极高空间和时间的自由度。从空间上看，联通依托了天然的 WCDMA 产业生态，具备最丰富的终端如 Apple iPhone 支持，中国联通在前期品牌建立阶段高补贴影响公司利润增长，我们认为这是联通 3G 业务发展过程中不可避免的，从 AT&T iPhone 用户发展经历看，一方面可以 iPhone 带来用户数、单用户收入以及数据流量收入的增加；另一方面运营商需要付出终端采购成本、运营成本、销售费用以及综合考虑网络扩容成本，按照两年合约期内测算总体收入与成本相抵。目前联通已经完成借助 iPhone4 建立 3G 品牌，进入普及各类中高低端 3G 终端的

阶段,在 3G 补贴政策操作空间上具有更高自由度,并能使 3G 用户增长的同时保持 ARPU 的基本稳定,联通 2011 年前三季度 3G 用户 ARPU 值为 115 元,相比上半年仅下降 2.5 元。

从时间上看,我们预计中国移动 TD-LTE 网络 2015 年规模商用,中国联通 3G 用户发展具备充分的时间裕度,联通 3G 网络质量的提高将进一步保证其竞争力长期领先于中国移动,一方面,为扩大网络容量和覆盖率,预计中国联通将把 2012 年 WCDMA 资本开支提升约 70%;另一方面,中国联通加快 3G 网络制式的演进提高数据传输速率,目前中国联通已推出 HSPA+ 21M 上网卡产品包,采用 Qualcomm 芯片平台,下行峰值 21.6Mbps,上行峰值 5.76Mbps,2012-2015 年广东联通将在 WCDMA 网络上再投巨资,加快实现在广东 21 地市的 HSPA+覆盖,广东联通还表示将适时引入 64QAM 以及 MIMO 等技术,将网络的数据能力提升至 84Mbps。

(2) 光通信行业分析

至 2011 年 6 月,中国网民规模达到 4.85 亿,互联网普及率攀升至 36.2%;家庭电脑宽带上网网民规模达到 3.90 亿人,占家庭电脑上网网民的 98.8%。2011 年上半年,基础电信企业互联网宽带接入用户净增 1548.0 万户,累计达到 1.42 亿户。未来我国宽带用户数加速成长,宽带接入速度进一步提高。2010 年工信部等 7 部委下发《关于推进光纤宽带网络建设的意见》指出“到 2011 年,光纤宽带端口超过 8000 万,城市用户接入能力平均达到 8M 比特每秒以上,农村用户接入能力平均达到 2 兆比特每秒以上,商业楼宇用户基本实现 100 兆比特每秒以上的接入能力,光纤宽带端口超过 8000 万,3 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。”

此外,运营商竞争也催化光网普及。针对发改委反垄断调查电信发表声明“十二五”期间,公司将大幅提升光纤接入普及率和宽带接入速率,5 年内公众用户上网单位带宽价格下降 35%左右,并立即着手实施。”。中国联通声明“十二五”期间,中国联通将持续加大宽带网络建设投入,深入推进宽带网络“升级提速”工程,大幅提升光纤接入普及率和宽带接入速率。同时,公司将进一步下调公众用户上网单位带宽资费水平,并尽快组织实施,为广大消费者提供优质服务。”

高速无线网络服务也需通过光纤网络提供更高的回程容量。因此,2012 年光通信行业景气上升具有较高确定性。我们看好光通信产业链的各龙头企业:烽火通信、光迅科技、日海通讯、中天科技。尤其值得关注光纤光缆子行业,预计光纤需求增长至 1.18 亿芯公里,超过国内 1.6 亿芯公里的供给能力;中国联通和中国电信针对反垄断调查的声明使得明年软光缆招标量存在超预期可能,FTTH 会得到快速推进,FTTH 模式相对于 FTTB 模式,在成本上已趋于一致,终端设备价格已下降很大幅度,FTTH 建设成本大幅下降,而且与 FTTB 模式相比,FTTH 在带宽能力和运维成本上优势明显。

表三 FTTB 模式与 FTTH 模式比较

	FTTB	FTTH
带宽能力	单 PON 口 128-256 用户	单 PON 口 32-64 用户，是 FTTB 带宽的 2-4 倍
建设成本	600-800 元/线，设备利用率低。建网成本主要是设备成本。	1100-1400 元/线，设备利用率高。建网成本主要是 ODN 的成本。
建设难度	站点获取难	不需谈点
	引电成本高	不需引电
	接地难度大	不需接地
维护成本	MDU 电费较高	ONU 在用户侧取电
	设备工作环境差，故障率高	全程无源，设备故障率低
	铜线易受干扰，线路故障率高	光纤线路故障率低

资料来源：公开资料，东北证券整理

结合运营商光纤光缆招标模式的转变、工信部出台遏制低价招投标的文件以及市场可能存在供不应求的状况，明年光纤价格将稳定于 68 元/芯公里附近。2012 年光纤光缆企业净利润有望大幅提升，当前板块存在估值修复机会，我们重点推荐中天科技，主要看好公司预制棒项目的启动和在电力光缆行业的龙头地位，预计公司 2012 年 EPS 为 1.45 元。

表四 低价招投标将得到遏制

单位	日期	文件	内容
工业和信息化部	2011.8.3	工信明电〔2011〕8 号《关于贯彻落实国务院第 165 次常务会议精神做好当前工业通信业隐患排查治理工作的通知》	“继续深入开展通信工程建设领域专项治理活动，有效遏制低价投标、低价中标等行为，防止无资质参与工程建设、资质挂靠、层层转包等造成安全管理漏洞。”
国家质检总局 工业和信息化部 中国机械工业联合会 中国电力企业联合会 国家电网公司 南方电网公司	2011.10.28	国质检监联〔2011〕585 号《关于促进电线电缆产品质量提升的指导意见》	“改革完善电缆采购方招标模式，鼓励采用报价成本分析方案，推行标的价方式评标，并将电缆相关技术规范和要求纳入合同文本予以监督。” “强化电线电缆企业严格按照合同保障产品质量安全的能力，探索产品价格与原材料成本价格为核心的价格联动机制，鼓励买卖双方实行“开口约定”合同。”

资料来源：政策公告，东北证券整理

四、 风险提示

宏观经济因素侵蚀企业利润；行业可能出现价格恶性竞争。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。