

信息技术行业

2018-7-29

计算机行业周观点 (18W30): 从海外云计算公司财报看发展趋势

行业研究 | 行业周报

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 本周计算机板块行情回顾

本周中信计算机指数下跌 0.41%，跑输沪深 300 指数 1.22 个百分点，板块成交额 1513.78 亿元，较前一周环比上升 10.50%；计算机板块 PE 为 54.16；各细分子板块中，金融硬件涨幅最大（2.96%）、工业互联网跌幅最大（-4.15%）；涨幅前三的个股为易联众（23.90%）、久远银海（13.14%）、中元股份（12.66%）。

■ 本周专题：海外科技龙头财报表现亮眼，云计算产业提速

近日，海外科技公司纷纷发布 2018 Q2 财报，公布企业最新经营情况。我们梳理了发布财报的云计算细分行业龙头亚马逊、SAP 与 Adobe 的云业务情况，发现云业务快速渗透、高速发展的趋势持续，前期投入带来的规模效应逐步显现，推动企业利润高速增长。（1）**亚马逊**：2018 Q2，AWS 实现 61.05 亿美元的收入（同比增长 49%），营业利润已连续四个季度实现同比加速增长。同时，AWS 的营业利润率呈逐步抬升趋势，投资效率有所提升；（2）**SAP**：2018 H1 云订阅收入约 22.83 亿欧元（同比增长 24%），已超过服务业务成为公司第二大收入来源。2012-2017 年，SAP 云订阅收入从 2.7 亿欧元增长至 37.7 亿欧元，复合增速超过 69%。在 SAP 披露的 2018 H1 财报中，公司对 2018 年全年云订阅收入增速的指引提升了 5~7 个百分点；（3）**Adobe**：2018 Q2 单季度营收 21.95 亿美元，同比增长 24%，创下全新季度营收纪录；净利润 6.63 亿美元，同比增长 77%；订阅收入占比已提升至 87.6%，2018 H1 订阅业务毛利率上升至 90.6%。经营活动净现金流与递延收入均维持高速增长。

■ 行业要闻简评

工信部表示要推进我国云计算事业实现新的发展，推动新一代信息技术与实体经济深度融合。企业级云服务进入黄金发展时代，建议重点关注传统软件转型云计算的龙头用友网络及各细分领域龙头。

■ 本周核心观点及投资建议

2018 年 A 股投资转战下半场，随着贸易战与去杠杆风险逐步消化、半年度业绩预告披露整体符合预期、部分细分领域边际改善预期走强，叠加年底邻近迎来的估值切换，我们对于下半年计算机板块投资取得超额收益表现依旧乐观。建议重点关注云计算、企业级 IT 服务、医疗信息化、自主可控等细分领域，推荐**宝信软件、赢时胜、超图软件、广联达、美亚柏科、用友网络、浪潮信息**等。

风险提示： 1. 上市公司业绩不及预期的风险；
2. 板块调整风险。

分析师 马先文

☎ (8627) 65799815

✉ maxw@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511060001

分析师 刘慧慧

☎ (8621) 61118750

✉ liuhh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490516080002

联系人 吴桐

☎ (8621) 61118750

✉ wutong@cjsc.com.cn

相关研究

《计算机行业周观点 (18W29): 基金配置计算机行业情况如何?》2018-7-22

目录

本周核心观点及投资建议.....	3
本周专题：海外科技公司发布最新财报，Amazon、SAP、Adobe 云业务表现亮眼.....	3
Amazon：AWS 收入与营业利润维持加速，投资效率再提升.....	3
SAP：云收入占比超 20%，提升全年收入指引.....	5
Adobe：云订阅毛利率持续提升，递延收入高增长延续.....	7
本周计算机板块行情回顾.....	10
本周行业要闻精选及简评.....	12

图表目录

图 1：2018 Q2 亚马逊 AWS 云服务收入占比 11.5%、营业利润占比高达 55%.....	4
图 2：AWS 业务收入连续 13 个季度实现稳定增长.....	4
图 3：2013-2017 年 AWS 云服务收入复合增速约 54%.....	4
图 4：AWS 业务营业利润已连续四个季度实现同比加速增长.....	5
图 5：AWS 业务营业利润率逐步提升.....	5
图 6：AWS 新功能增长快速.....	5
图 7：SAP 云订阅收入占比逐年提升，超过服务业务收入.....	7
图 8：SAP 收入结构（2018 H1）.....	7
图 9：2012-2017 年 SAP 云订阅营收复合增速超过 69%.....	7
图 10：SAP S/4HANA 客户数量持续增长.....	7
图 11：2018 Q2 Adobe 订阅收入占比提升至 87.6%.....	8
图 12：Adobe 订阅业务毛利率持续提升.....	8
图 13：Adobe 订阅收入从 2014 Q1 至今连续 17 个季度增长.....	9
图 14：2010-2017 年 Adobe 订阅收入年复合增长率约 48%.....	9
图 15：云订阅模式为 Adobe 带来稳定增长的经营净现金流.....	9
图 16：Adobe 单季度递延收入连续增长，且维持同比加速趋势.....	9
图 17：计算机板块周成交额环比上升 10.50%.....	10
图 18：上周计算机板块下跌 0.41%.....	10
图 19：计算机板块 PE 略高于历史中位值.....	11
图 20：计算机板块占 A 股整体市值比重仍处于较高位.....	11
图 21：上周计算机子板块涨多跌少.....	12
表 1：SAP 的 SaaS 应用包括六大领域、PaaS 层面推出开放平台 SAP Cloud Platform.....	6
表 2：Adobe 在创意和设计、营销和分析、数字文档管理三大领域打造云产品.....	8
表 3：计算机板块历史估值及市值比重（2007 年 1 月至今）.....	11

本周核心观点及投资建议

信息技术产业作为科技强国的重要抓手，在政策倾斜、高成长性、较高估值容忍度等方面具备优势。2018 年 A 股投资转战下半场，随着贸易战与去杠杆风险逐步消化、半年度业绩预告披露整体符合预期、部分细分领域边际改善预期走强，叠加下半年可预期的估值切换行情，我们对于下半年计算机板块投资取得超额收益表现依旧乐观。

在新旧动能转换的重要时期，未来在政策、产业和资本层面的共振下，计算机板块诸多细分领域拥有中长期配置价值，建议重点关注云计算、企业级 IT 服务、医疗信息化、自主可控等细分领域。围绕业绩主线与边际改善两大主线，推荐**宝信软件、赢时胜、超图软件**等业绩确定品种，以及**广联达、美亚柏科、泛微网络、用友网络、浪潮信息**等边际改善品种。

本周专题：海外科技公司发布最新财报，Amazon、SAP、Adobe 云业务表现亮眼

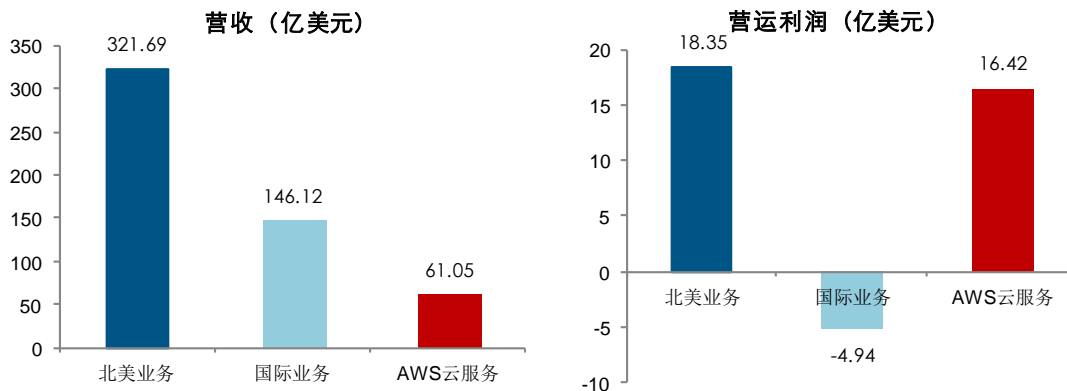
近日，海外科技公司纷纷发布 2018 Q2 财报，公布企业最新经营情况。我们梳理了发布财报的云计算龙头 Amazon、SAP 与 Adobe 的云业务情况，发现无论在 IaaS 层面，还是通用 SaaS 与垂直 SaaS 领域，云业务快速渗透，高速发展的趋势持续，前期投入带来的规模效应逐步显现，推动企业利润高速增长。海外成熟云计算公司的发展之路为国内企业照亮前进方向。

Amazon：AWS 收入与营业利润维持加速，投资效率再提升

最新财报亮眼，AWS 云服务拉动利润高增长。近日，亚马逊发布 2018 Q2 财报，公司实现营收 528.86 亿美元¹，同比增长 39.34%；营业利润 29.83 亿美元，同比增长 375%；净利润 25.34 亿美元，同比大幅增长 1186.29%。其中，AWS 云服务业务是重要的利润来源，2018 Q2 实现 61.05 亿美元的收入（同比增长 49%）、16.42 亿美元的营业利润（同比增长 79%），占总收入与总营业利润的比重分别为 11.5%、55%。

¹除特殊说明外，文中 Amazon 所有财务数据均按照美国通用会计准则（GAAP）的计量口径。

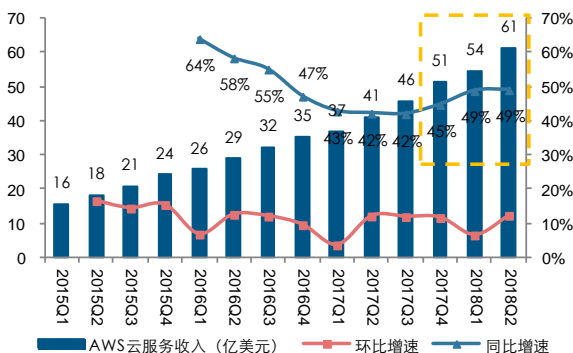
图 1: 2018 Q2 亚马逊 AWS 云服务收入占比 11.5%、营业利润占比高达 55%



资料来源: 亚马逊财报, 长江证券研究所

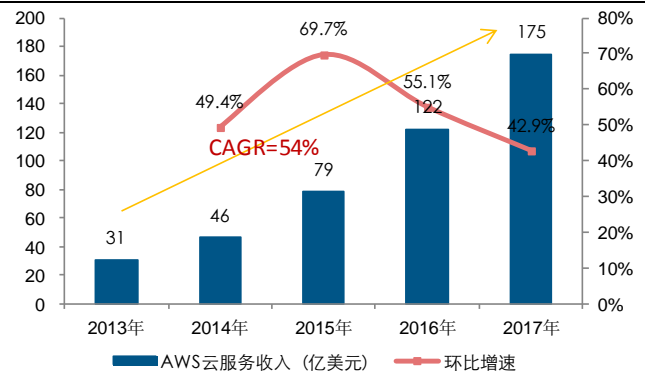
AWS 云服务增长强劲, 成为重要利润来源。2013 年-2017 年, 亚马逊 AWS 业务收入从 31 亿美元快速增长至 175 亿美元, 复合增速约 54%, 2015 Q1 至今, 连续 13 个季度实现稳定增长, 且已连续三个季度保持同比加速增长。受益于全球云计算发展契机, AWS 云服务业务作为亚马逊最重要的收入增长引擎持续发力, 目前其在亚马逊主营收入中仅占 11.5% (2018 Q2), 未来还有很大上升空间。

图 2: AWS 业务收入连续 13 个季度实现稳定增长



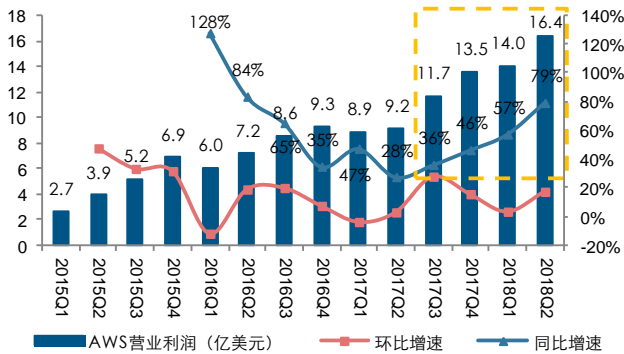
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 2013-2017 年 AWS 云服务收入复合增速约 54%



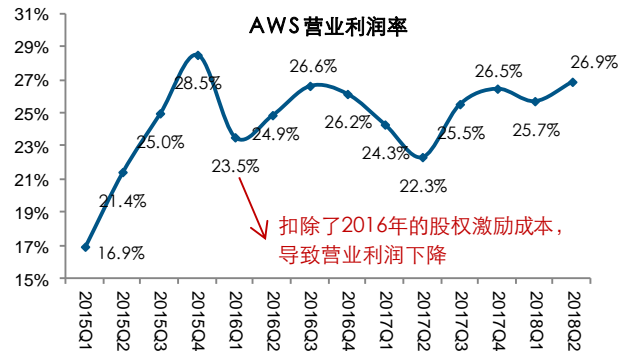
资料来源: Wind, 亚马逊财报, 长江证券研究所

AWS 投资效率提升, 营业利润维持加速增长态势。AWS 业务的营业利润至今已连续四个季度实现同比加速增长趋势。同时, AWS 的营业利润率呈逐步抬升趋势, 截至 2018 Q2 已接近 27%。利润率的增长是投资效率提升的体现, 伴随资本支出增长产生的规模效应以及技术与经验的积累, 基础设施与网络的利用率得以提升, 部署成本随之下降, 有望拉动营业利润率持续走高。

图 4: AWS 业务营业利润²已连续四个季度实现同比加速增长


资料来源: 亚马逊财报, 长江证券研究所

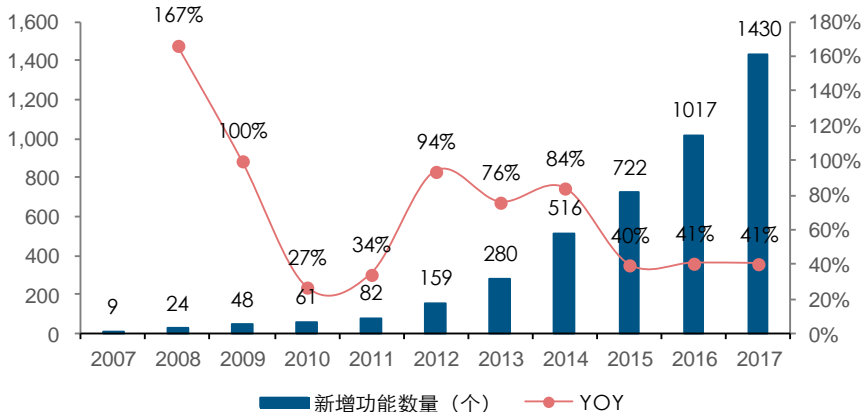
图 5: AWS 业务营业利润率逐步提升



资料来源: 亚马逊财报, 长江证券研究所

持续研发创新, 布局长远发展。亚马逊十分注重技术与创新, 2016 年全新推出 1017 个新功能, 2017 年又发布了 1430 个新的服务功能, 维持高速增长。持续的推陈出新为 AWS 带来核心增长动力, 积累更多竞争优势, 同时也为企业核心业务大规模上云的落地打牢基础。

图 6: AWS 新功能增长快速



资料来源: 智研咨询 (2007-2014 年数据), AI 商业, 长江证券研究所

SAP: 云收入占比超 20%, 提升全年收入指引

SAP 提出“五指山”战略, 展开全方位云布局。SAP 提出以 SAP S/4HANA 为核心, 结合 SAP HANA、员工、客户互动与商务、商业网络和物联网五个方面, 共同推动企业在“互联网+”时代下的数字化转型的战略。目前已在大数据、分析、物联网、区块链、机器学习、云计算和移动计算等基础技术领域进行全方位布局, 拥有横跨超过 25 个行业的依托云技术的数字化企业应用套件, 打造企业内存计算和实时分析平台 SAP HANA, 帮助企业重构业务模式、业务流程和工作方式。

² 2016 年 AWS 营业利润有所下降, 是由于扣除股权激励成本造成的。

2010 年开始，SAP 便按照云计算技术架构，将平台、应用和界面三者分离，重构企业软件生态。SAP 云 SaaS 业务在 HANA 平台基础上，提供 ERP、CRM、HR、采购、差旅和分析等多种应用。2017 年中，SAP 在全球已拥有约 1250 万家云计算用户，其解决方案覆盖大中小型企业。

表 1: SAP 的 SaaS 应用包括六大领域、PaaS 层面推出开放平台 SAP Cloud Platform

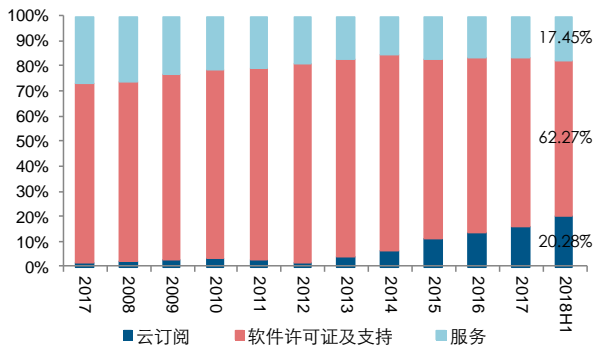
类型	领域	产品名称	产品介绍	客户举例
SaaS	ERP云	SAP S/4HANA	面向大型企业、中型偏大企业及其子公司。包括财务、寻源与采购、销售、企业产品组合与项目管理、人力资源、专业服务、零件制造等功能	MOD Pizza、Delaware Consulting、德勤(Deloitte)
		SAP Business ByDesign	面向快速成长的中端市场企业。包括财务、客户关系管理、人力资源、项目管理、采购、供应链管理等功能	Devialet、Koenig & Bauer、Living Proof
		SAP BusinessOne	面向小型企业。包括财务、销售、客户管理、采购与库存控制、商业智能、分析和报告等功能	锤子科技、TAYOHYA、哈尔滨固泰
	CRM云	SAP Hybris	包括市场营销、收入管理、商务、销售、客户服务等功能	Purchasing Power
		SAP C/4HANA	近期推出，2018年Q2营收2.42亿欧元，增长65%	——
	HR云	SAP SuccessFactors	包括核心人力资源及薪资核算、学习和发展、绩效和薪酬、招聘和入职、工时与考勤管理、劳动力计划与分析等功能	七牛云、阿特斯集团 (CSI)、Mohawk Industries
	采购云	SAP Ariba	包括供应商管理、战略寻源、供应链、采购、服务采购与外部劳动力、销售和订单履行等功能	强生公司、PVH、OK便利店
	差旅费用云	Concur	提供自动化的差旅和费用管理功能，且员工可以通过移动设备访问这些功能。包括费用管理、差旅申请、对公支付管理等功能	摩根大通、太阳剧团、磨坊
	分析云	SAP Analytics Cloud	通过完善和简化分析流程，建立高效的（上至董事会下至车间）决策流程。包括商业智能、计划、预测分析等功能	Live Oak 银行、IDC、B. Bruan
	PaaS	云平台	SAP Cloud Platform	构建在SAP HANA上的云平台，提供企业各类实时应用开发所需的资源和服务。提供独特的内存数据库和应用服务，包括SAP HANA云数据库服务、用户体验服务、物联网和机器学习服务、大数据服务及集成服务等

资料来源：SAP 中国官网，SAP 中国顾问公众平台，长江证券研究所

云订阅转型卓有成效，收入占比稳步提升。近日，SAP 公布 2018 Q2 财报与半年报，2018 Q2 公司实现收入约 60 亿欧元³，同比增长 3.77%；2018 H1 公司实现收入 112.6 亿欧元，同比去年上半年 110.7 亿欧元增长 2%。从收入结构来看，2018 H1 云订阅收入约 22.83 亿欧元（同比增长 24%），软件许可证及支持收入约 70.12 亿欧元（同比降低 3.26%），服务业务收入约 19.65 亿欧元（同比降低 0.81%）。云订阅业务已超过服务业务成为公司第二大收入来源，且占比逐年提升。

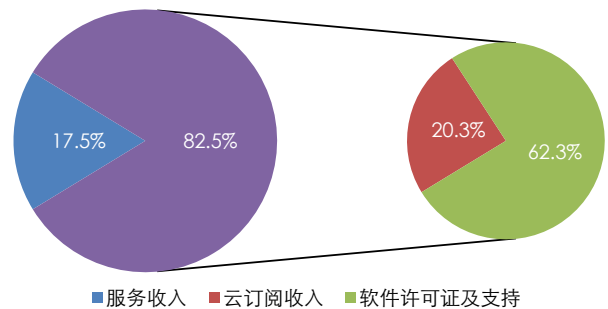
³除特殊说明外，文中 SAP 所有财务数据均按照国际财务报告准则 (IFRS) 的计量口径。

图 7: SAP 云订阅收入占比逐年提升, 超过服务业务收入



资料来源: Wind, 长江证券研究所

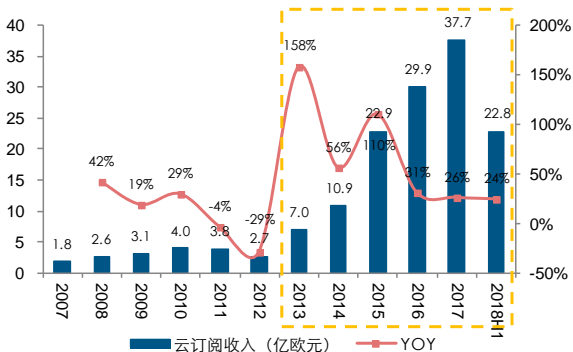
图 8: SAP 收入结构 (2018 H1)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

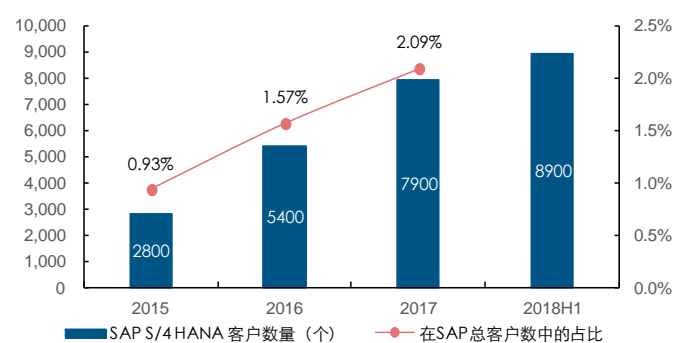
云订阅收入高增长, 拳头产品 SAP S/4HANA 客户数量接近 1 万。2012-2017 年, SAP 云订阅收入从 2.7 亿欧元增长至 37.7 亿欧元, 复合增速超过 69%。拳头产品 SAP S/4HANA (针对大型、大中型企业及其子公司的云 ERP 产品) 的客户数量持续增长, 截至 2018 年上半年底已拥有 8900 家客户。

图 9: 2012-2017 年 SAP 云订阅营收复合增速超过 69%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 10: SAP S/4HANA 客户数量持续增长



资料来源: SAP 财报, 长江证券研究所

2018 年收入指引提升, 云业务有望持续高增长。在 SAP 披露的 2018 H1 财报中, 公司预计 2018 年全年云订阅收入实现 50.5~52 亿欧元 (non-IFRS; 同比增长 34%~38%), 公司曾在 2017 年年报中预期 48~50 亿欧元 (non-IFRS; 同比增长 27%~33%)。云订阅收入的指引提升显示出公司对云转型的信心, 未来高增长趋势有望持续。

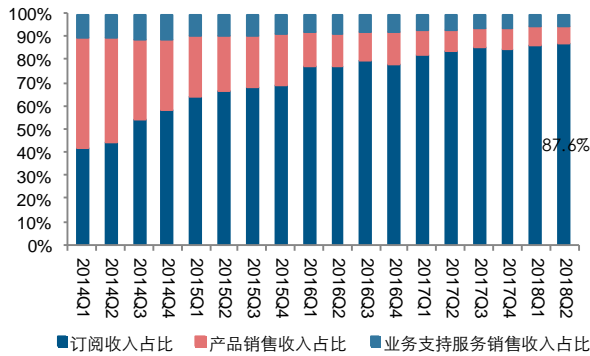
Adobe: 云订阅毛利率持续提升, 递延收入高增长延续

订阅收入占比与毛利率逐年提升, 拉动利润高增长。近日, Adobe 发布 2018 Q2 财报, 单季度营收 21.95 亿美元⁴, 同比增长 24%, 创下全新季度营收纪录; 净利润 6.63 亿美元, 同比增长 77%。自公司 2010 年开启云订阅模式以来, 订阅收入占比逐年提升 (2018

⁴除特殊说明外, 文中 Adobe 所有财务数据均按照美国通用会计准则 (GAAP) 的计量口径。

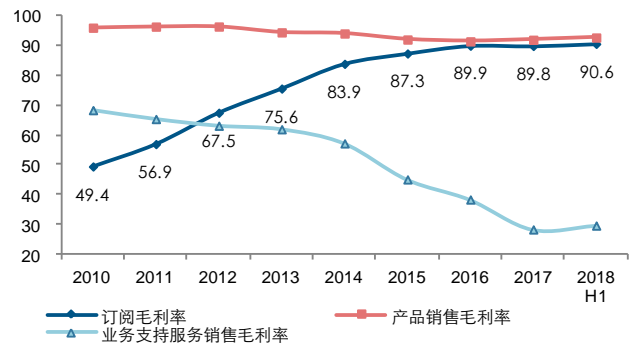
Q2 收入占比增至 87.6%)。同时,随着订阅用户的增加,前期软件投入成本被摊薄,产品毛利率随之提升,订阅产品为 Adobe 带来利润的高速增长。

图 11: 2018 Q2 Adobe 订阅收入占比提升至 87.6%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 12: Adobe 订阅业务毛利率持续提升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

公司三大云订阅产品包括 Creative Cloud、Document Cloud 和 Experience Cloud。

Adobe 自 2010 年开始积极转变经营模式,由传统的销售软件产品向云订阅模式转型。2012 年尝试性推出 Creative Cloud 云服务;2013 年,全力推动云订阅转型;2015 年,公司上线 Document Cloud 云服务;2017 年,又推出了 Experience Cloud 云服务。

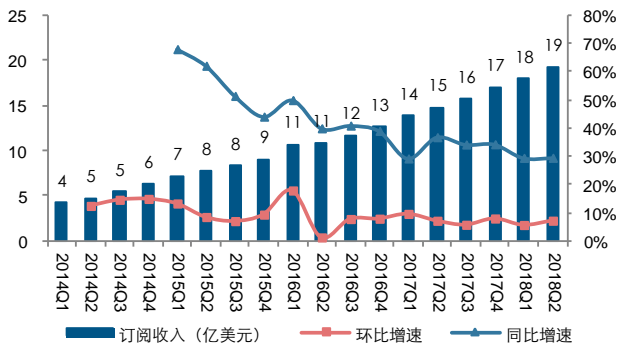
表 2: Adobe 在创意和设计、营销和分析、数字文档管理三大领域打造云产品

领域	产品名称	产品介绍
创意和设计	Creative Cloud	Creative Cloud 前身为 Adobe 于 2003 年发布 Creative Suite 设计套件。2012 年, Adobe 决定停止 Creative Suite 设计套件的盒装销售和后续版本研发,将焦点集中到 Adobe Creative Cloud 云服务。Creative Cloud 于 2016 年 11 月在中国市场推出,并且有适用于团队和企业的两个版本。
营销和分析	Experience Cloud	Experience Cloud 是个一站式商店,用户能通过一整套集成解决方案来制定营销活动、管理广告并让业务实现智能化。其下包括 Advertising Cloud、Analytics Cloud、Marketing Cloud 三个分支,Experience Cloud 还可与 Creative Cloud 和 Document Cloud 集成。
数字文档管理	Document Cloud	Document Cloud 主要功能有:全新的 Acrobat DC 模块;随处可用的签名注释;新款平台办公链接和手机应用;文件管理和文件修改。可帮助用户实现随时随地办公,支持手机等跨平台的文件管理。

资料来源: Adobe 中国官网, 长江证券研究所

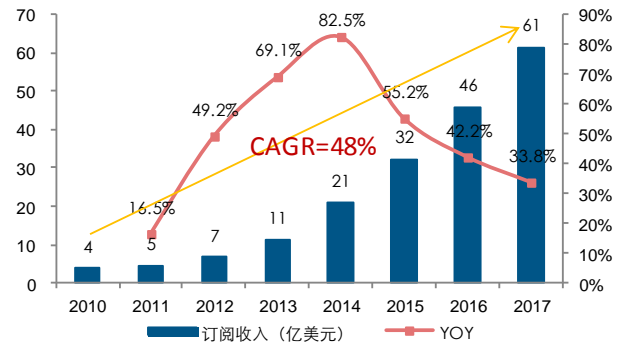
订阅收入维持高增速,为公司提供稳定增长的经营净现金流。2014 Q1 至今, Adobe 已连续 17 个季度保持订阅收入的增长,2010~2017 年订阅收入的年复合增速高达 48%。持续新增的订阅数与较高的续费率也为公司带来稳定增长的现金流,2018 Q2 公司单季度经营活动净现金流约 9.76 亿美元,同比增长了 51%。

图 13: Adobe 订阅收入从 2014 Q1 至今连续 17 个季度增长



资料来源: Wind, 长江证券研究所

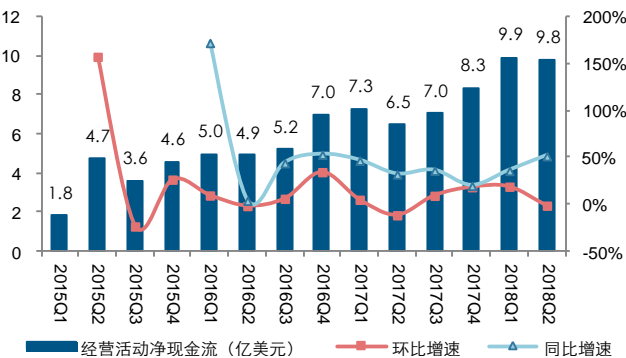
图 14: 2010-2017 年 Adobe 订阅收入年复合增长率约 48%



资料来源: Wind, 长江证券研究所

递延收入同比增长提速，未来高成长持续可期。由于云业务采用订阅模式，如采用按月/按年/按多年收费等模式，部分预收的款项作为公司递延收入在未来时间分期确认收入，因此递延收入指标可反映企业未来成长动力。Adobe 单季度递延收入环比持续增长，且已连续三个季度维持同比增长加速趋势，云订阅服务为公司带来较高的成长性。

图 15: 云订阅模式为 Adobe 带来稳定增长的经营活动净现金流



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: Adobe 单季度递延收入连续增长，且维持同比加速趋势



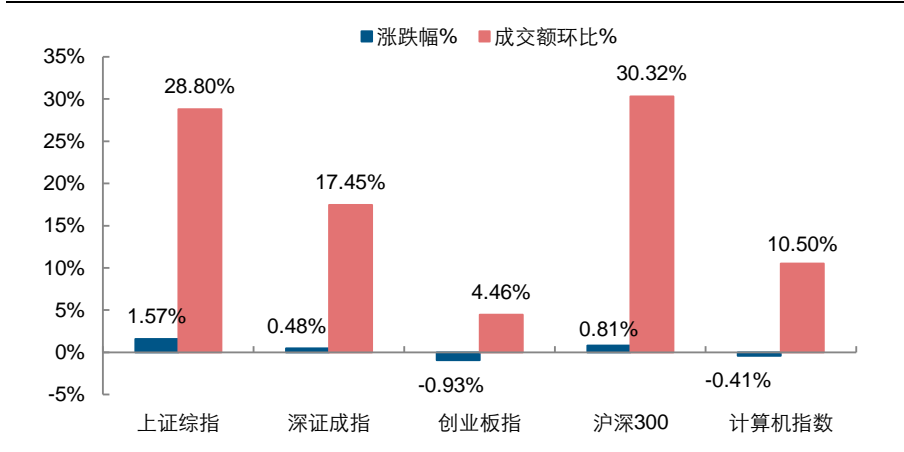
资料来源: Wind, 长江证券研究所

综上，从海外云计算龙头的财报中可以看到，云计算产业正处于高速发展阶段，云业务已经成为相关公司业绩成长最重要的提振点，且云转型走过阵痛期之后，将在收入增速、毛利率、净利率、现金流、预收账款等财务指标，以及客户量等经营数字方面加速反哺。对应 A 股，我们可以看到同样的现象，云计算已经成为用友网络、太极股份、天源迪科等 B 端和 G 端云转型公司业绩增长的主要驱动力，且同时出现了客户加速上量、预收账款增加、现金流回暖等现象，值得重点关注。

本周计算机板块行情回顾

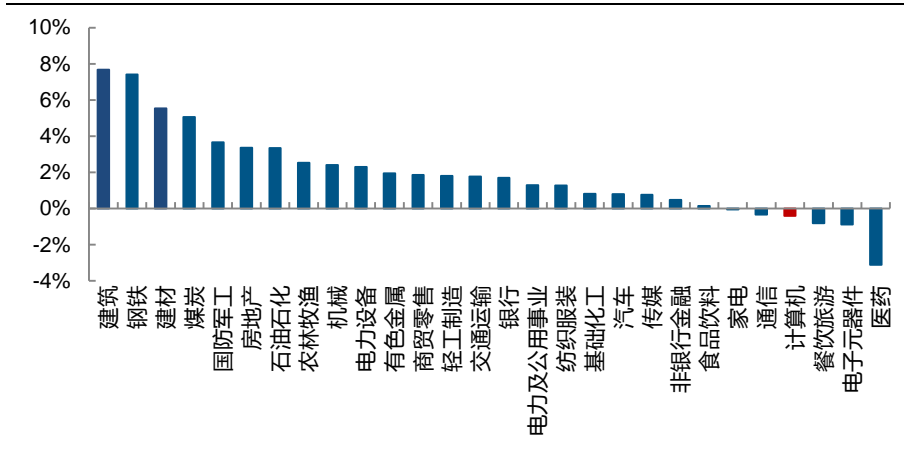
量价：本周上证综指上涨 1.57%，成交额环比上涨 28.80%；深证成指上涨 0.48%，成交额环比上涨 17.45%；创业板指下跌 0.93%，成交额环比上涨 4.46%。本周中信计算机指数下跌 0.41%，跑输沪深 300 指数 1.22 个百分点，板块成交额 1513.78 亿元，较前一周环比上升 10.50%。

图 17：计算机板块周成交额环比上升 10.50%



资料来源：Wind, 长江证券研究所

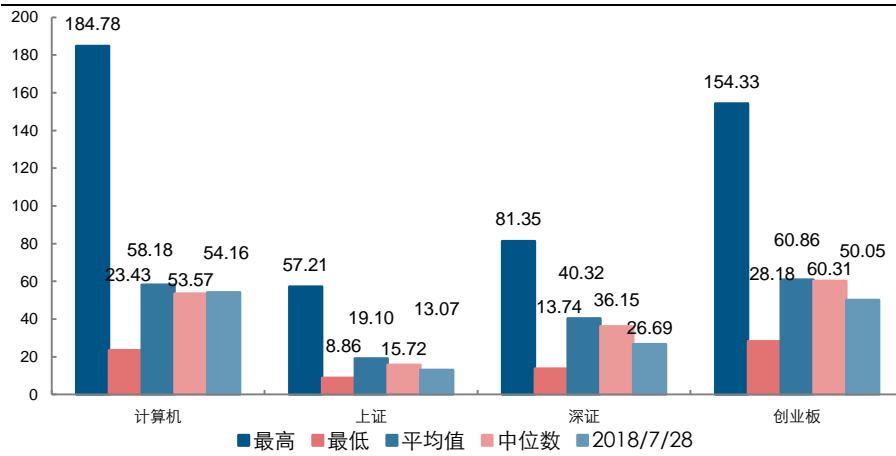
图 18：上周计算机板块下跌 0.41%



资料来源：Wind, 长江证券研究所

估值：计算机板块 PE 为 54.16，低于历史平均值、高于历史中位数（从 2007 年 1 月开始统计）；上证 A 股 PE 为 13.07，低于历史平均值、中位数；深圳 A 股 PE 为 26.69，低于历史平均值、中位数；创业板 PE 为 50.05，低于历史平均值、中位数。

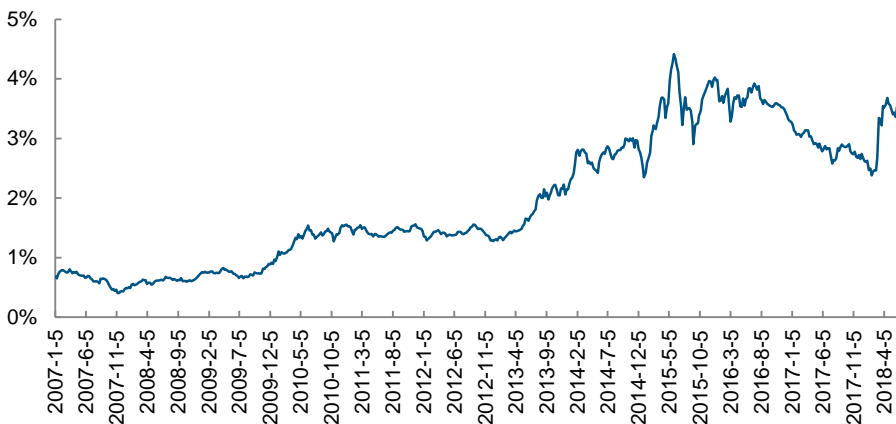
图 19: 计算机板块 PE 略高于历史中位值



资料来源: Wind, 长江证券研究所

市值: 计算机板块占 A 股整体市值比重为 3.39%，较上周下降 0.06 个百分点，高于历史中位数和平均值（从 2007 年 1 月开始统计）。

图 20: 计算机板块占 A 股整体市值比重仍处于较高位



资料来源: Wind, 长江证券研究所

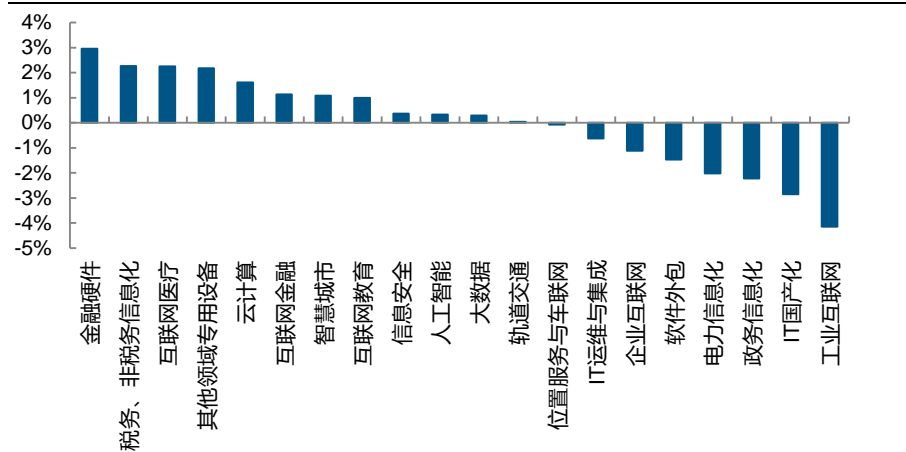
表 3: 计算机板块历史估值及市值比重（2007 年 1 月至今）

类别	最高	最低	平均值	中位数	2018/7/13
计算机	184.78	23.43	58.18	53.81	54.16
上证	57.21	8.86	18.97	15.64	13.07
深证	81.35	13.74	40.04	35.81	26.69
创业板	154.33	28.18	60.65	59.61	50.05
计算机市值比重	4.42%	0.40%	1.95%	1.50%	3.39%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

子行业：计算机各子板块涨多跌少，金融硬件涨幅最大（2.96%），其次是税务、非税务信息化（2.26%）和互联网医疗（2.25%）；工业互联网跌幅最大（-4.15%），其次是IT国产化（-2.85%）和政务信息化（-2.23%）。

图 21：上周计算机子板块涨多跌少



资料来源：Wind，长江证券研究所

个股层面，涨幅前五的个股为易联众（23.90%），久远银海（13.14%），中元股份（12.66%），高升控股（10.31%），天夏智慧（8.43%）；跌幅前五的个股为佳发教育（-11.23%），万兴科技（-9.62%），天源迪科（-9.30%），路畅科技（-9.29%），宝信软件（-8.96%）。

本周行业要闻精选及简评

【工信部：推进云计算事业实现新发展，推动新一代信息技术与实体经济深度融合】 7月24日，第十届中国云计算大会在北京开幕，工业和信息化部党组成员、总工程师张峰出席会议并致辞。他指出云计算是信息技术发展和服务模式创新的集中体现，是信息化发展的重大变革和必然趋势，我们需要推进我国云计算事业实现新的发展，推动新一代信息技术与实体经济深度融合。

信息来源：<http://wemedia.ifeng.com/70600542/wemedia.shtml>

【长江简评】 实体经济互联网是国家重点发展方向，企业上云经过数年市场培育，已成共识。自上而下来看，诸多省份推出十万企业上云计划红头文件，推动云计算落地；自下而上来看，企业内生对于云服务的低成本、功能轻型化、服务多元化、数据延续性累积、供应链即时对接等需求旺盛。企业级云服务已进入黄金发展时代，企业上云到了规模化启动初期，建议重点关注传统软件转型云计算且具备平台型发展潜质的公司用友网络，具备垂直领域卡位优势的龙头广联达、恒生电子。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。