



000977.SZ

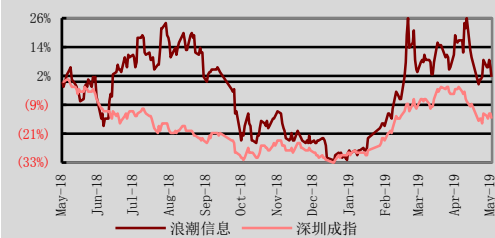
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 23.5

板块评级: 强于大市

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|--------|------|------|
| 绝对 | 48.7 | (12.7) | 23.4 | 1.7 |
| 相对深证成指 | 22.8 | 0.3 | 12.6 | 17.1 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,289 |
| 流通股(%) | 100 |
| 总市值(人民币 百万) | 30,297 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 2,080 |
| 净负债比率(%) (2019E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 浪潮集团有限公司 | 38 |

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银国际证券
以2019年5月17日收市价为标准

相关研究报告

《浪潮信息》20190329

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机: 计算机设备

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518090001

*孙业亮为本报重要贡献者

浪潮信息

从“全球第一”战略拆解看服务器成长性

我们重新审视公司增长的爆发力。基于五年目标和同行业公司数据, 按国内线性增长和海外二次突破, CAGR 超 25% 的确定性较高。也从研发指标验证了估值优势的合理性。成长性和估值水平被低估, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ 从 2022 年达成服务器“全球第一”目标重新审视公司成长性。IDC 等机构对服务器市场有持续预测, 市场往往据此简单估算公司增速。实际上, 公司 2012~2018 年收入增长 (CAGR 超 66%) 与行业水平 (低于 10%) 关联度较低。原因包括多年的自主可控机会和自身发展战略等。因此, 基于公司宣布的 2022 年成为服务器 (市占率) 全球第一目标, 结合 Dell、HP 等对手数据, 测算未来公司 CAGR 超 25%。

细拆目标显示: (1) 国内收入要保持 22% 线性增长; (2) 海外收入借助已有大客户、二次突破等要实现 39% 增速。16~18 年 CAGR 为 224%, 判断战略目标可行性较好。而成为“世界领先”后的规模优势不可小觑。

■ 新品毛利率和集团协同下的费用率双双改善, 助力更高净利润增速。毛利率方面, 公司加码品类创新, AI 和边缘计算服务器或可提升综合毛利率 2~3pct 至 14% 以上; 费用率方面, 浪潮集团旗下兄弟单位协同可实现降本增效。即净利润率增速有望较收入增速更高。

■ 指标显示技术含量支持较高估值区间。通过人均研发支出和人均专利数量等指标分析, 公司以及服务器行业在信息硬件研发制造领域领先。2019 年 PE 为 33 倍左右, 位于历史估值底部, 且同中科曙光等估值差距较大, 存在合理上修空间。

估值

■ 预计 2019~2021 年净利润分别为 9.3、13.4、18.3 亿, EPS 分别为 0.72、1.04、1.42 元 (考虑净利润率提升因素分别调整 -2.6%~27.2%), 对应 PE 为 33、23、17 倍。公司成长性和估值均处于低估位置, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 第三方数据偏差; 需求变动导致业绩增速放缓; 国际贸易争端加剧。

投资摘要

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 25,488 | 46,941 | 61,040 | 76,935 | 95,427 |
| 变动(%) | 101 | 84 | 30 | 26 | 24 |
| 净利润(人民币 百万) | 428 | 659 | 925 | 1,337 | 1,828 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.332 | 0.511 | 0.718 | 1.037 | 1.418 |
| 变动(%) | 15.5 | 54.0 | 40.5 | 44.4 | 36.7 |
| 原先预测每股收益(人民币) | | | 0.737 | 0.904 | 1.115 |
| 变动(%) | | | (2.58) | 14.71 | 27.17 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 70.9 | 46.0 | 32.7 | 22.7 | 16.6 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 118.9 | 22.8 | 50.6 | 37.8 | 13.7 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.20 | 1.03 | 0.46 | 0.62 | 1.71 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 45.2 | 18.2 | 18.8 | 13.0 | 9.6 |
| 每股股息(人民币) | 0.040 | 0.021 | 0.058 | 0.064 | 0.101 |
| 股息率(%) | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.3 | 0.4 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



目录

| | |
|-------------------------------------|-----------|
| 从 2022 年“全球第一”目标看收入端增速 | 4 |
| 赶超戴尔和惠普所需增速：21%~31% | 4 |
| 能否做到：国内海外合力实现目标确定性高..... | 7 |
| 从毛利率和控费看利润端增速 | 10 |
| AI 服务器市场日臻成熟，产品特性带高毛利率 | 10 |
| 边缘服务器万亿新市场涌现，客户特性带高毛利率..... | 11 |
| 费用率持续下降，集团协同降本增效..... | 13 |
| 盈利预测与投资建议 | 15 |
| 盈利预测 | 15 |
| 如何理解服务器龙头估值水平的锚点..... | 16 |
| 投资建议..... | 18 |
| 风险提示 | 19 |



图表目录

| | |
|--|----|
| 股价表现..... | 1 |
| 投资摘要..... | 1 |
| 图表 1. 2018 年浪潮服务器出货量和销售额增速均为第一..... | 4 |
| 图表 2. 全球服务器出货量和销售额历年变化..... | 5 |
| 图表 3. 18Q4 出货量指标显示戴尔和惠普表现下滑..... | 5 |
| 图表 4. 18Q4 销售额指标显示惠普表现低于行业..... | 6 |
| 图表 5. 三家公司 2018 年服务器销售额..... | 6 |
| 图表 6. 行业及公司服务器销售额增速..... | 7 |
| 图表 7. 对手企业增速假设及浪潮所对应的增速和 2022 年销售额..... | 7 |
| 图表 8. 浪潮信息国内海外收入增速..... | 7 |
| 图表 9. 海外收入占比开始提升..... | 8 |
| 图表 10. 浪潮信息国内与海外营收增速..... | 8 |
| 图表 11. 2018 年公司毛利率触底提升..... | 10 |
| 图表 12. 2017-2022 年中国人工智能市场规模预测 (百万美元)..... | 11 |
| 图表 13. 浪潮持续加码人工智能领域..... | 11 |
| 图表 14. 边缘计算服务器在“云-端”产业中处于基础位置..... | 12 |
| 图表 15. 浪潮首发的边缘计算服务器 NE5260M5..... | 12 |
| 图表 16. 公司费用率在 2017-2018 年开始持续下降..... | 13 |
| 图表 17. 集团布局助力公司降本增效..... | 14 |
| 图表 18. 按照区域拆解业务预测..... | 15 |
| 图表 19. 按照产品拆解业务预测..... | 15 |
| 图表 20. 浪潮信息历史估值水平..... | 16 |
| 图表 21. 横向对比标的..... | 16 |
| 图表 22. 2018 年研发人员人均研发支出..... | 17 |
| 图表 23. 10 家公司研发人员人均专利数量..... | 17 |
| 图表 24. 估值对比..... | 18 |
| 损益表(人民币 百万)..... | 20 |
| 资产负债表(人民币 百万)..... | 20 |
| 现金流量表(人民币 百万)..... | 20 |
| 主要比率 (%)..... | 20 |

从 2022 年“全球第一”目标看收入端增速

浪潮信息是服务器领域龙头公司，多年来市场份额保持国内第一、全球第三的位置(x86 服务器为主)。随着 2018 年迎来的云计算基础设施建设热潮，市场对公司关注度和认知都有了大幅提升。

公司业务特点是专注于服务器市场（整机及零部件收入占比超 99%），是计算机行业中为数不多的业务纯粹的标的。因此，对公司价值分析的关键就是要把握服务器业务收入、利润率水平的发展趋势，以及适用的估值水平。

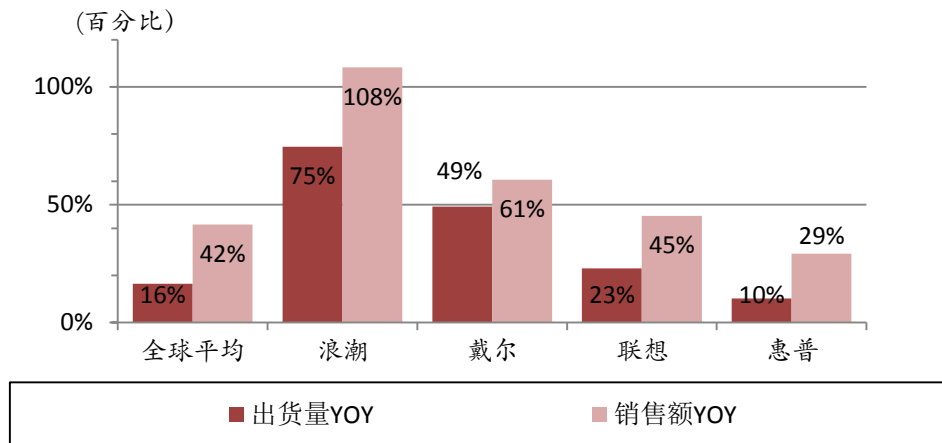
收入端方面，市场主要依赖 IDC、Gartner 等数据厂商对历史出货量和销售额的追踪统计，而这是一个后验性指标。部分领域可以从下游大客户的预算角度做预测，但缺乏整体把握。这里我们从另一个角度——公司战略目标反推——来估计浪潮未来几年的服务器收入的增速。

根据公司年报，2018 年 4 月浪潮在云数据中心合作伙伴大会（IPF2018）上发布了未来五年发展目标，即到 2022 年实现服务器全球第一。因此，我们参考公司的五年规划做一个预判性分析，由此去重新审视公司收入端增长的潜力。

赶超戴尔和惠普所需增速：21%~31%

根据公司年报和 IDC 数据，2018 年浪潮位于全球出货量和销售额全球第三：在它之前的两家公司是戴尔易安信（Dell EMC）和惠普（HPE，中国市场主要借助新华三渠道销售），以下也称戴尔和惠普；在它之后的几家有华为、联想和中科曙光等。但是在增速方面，浪潮出货量和销售额增速为 75%和 108%（财报口径营收增速为 84%），位列全球第一。浪潮出货量和销售额增速远超戴尔（49%和 61%）和惠普（10%和 29%），浪潮在全球市场份额也提高了近 2 个百分点。

图表 1. 2018 年浪潮服务器出货量和销售额增速均为第一

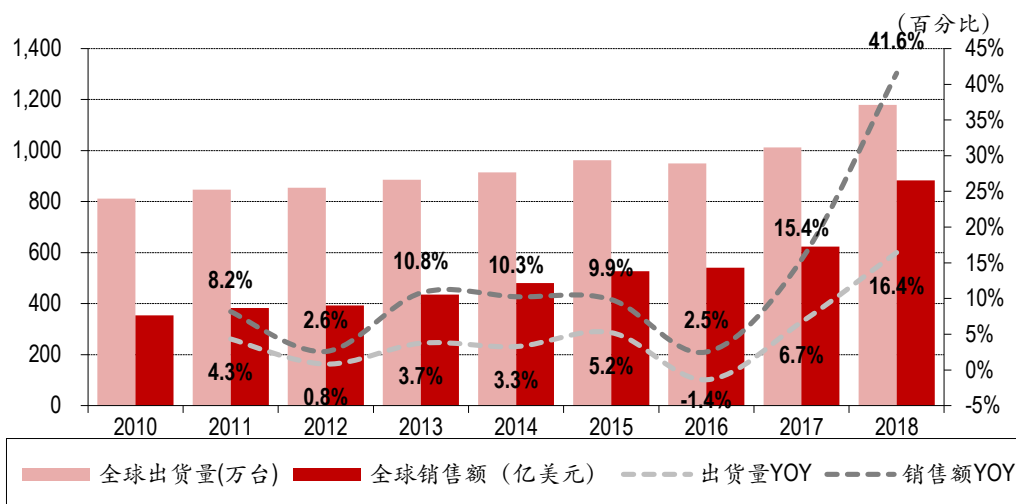


资料来源：IDC，中银国际证券

考虑华为的增速差距及服务器业务在公司中的战略地位远低于浪潮，因此我们认为，浪潮要达成全球第一的目标，最重要是赶超目前的领先者戴尔和惠普。下面，我们首先估算一下赶超所需的增速，然后分析一下实现该增速的途径和可能性。

惠普增速下滑，戴尔也有承压。2018 年戴尔和惠普收入（服务器领域，下同）分别迈上 6,000 和 4,000 亿大关，分别增长 60%和 29%。但是考虑全球行业增速为 42%（如图表 2），可以发现惠普落后于行业增速，戴尔较行业增速略高，或受益于存储巨头 EMC 的收购和加码企业数字化战略。

图表 2. 全球服务器出货量和销售额历年变化



资料来源: IDC, 中银国际证券

具体到 2018 年四季度, 全球服务器出货量同比增长 5%。前五大服务器品牌中, 只有戴尔 (-0.3%) 和惠普 (-2.0%) 的出货量同比是下降的。与之对比的是, 浪潮该季度出货量同比增长了 35.7%、华为同比增长 27.2%。

图表 3. 18Q4 出货量指标显示戴尔和惠普表现下滑

| Top 5 Companies, Worldwide Server Unit Shipments, Market Share, and Growth, Fourth Quarter of 2018 (Shipments are in thousands) | | | | | |
|---|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|-----------------------|
| Company | 4Q18 Unit Shipments | 4Q18 Market Share | 4Q17 Unit Shipments | 4Q17 Market Share | 4Q18/4Q17 Unit Growth |
| 1. Dell Inc. | 580.6 | 19.4% | 582.5 | 20.4% | -0.3% |
| 2. HPE/New H3C Group* | 473.8 | 15.8% | 483.7 | 17.0% | -2.0% |
| 3. Inspur/Inspur Power Systems ^b | 247.6 | 8.3% | 182.4 | 6.4% | 35.7% |
| T4. Huawei* | 211.6 | 7.1% | 166.4 | 5.8% | 27.2% |
| T4. Lenovo* | 190.7 | 6.4% | 181.6 | 6.4% | 5.0% |
| ODM Direct | 695.9 | 23.3% | 653.0 | 22.9% | 6.6% |
| Rest of Market | 592.8 | 19.8% | 602.1 | 21.1% | -1.5% |
| Total | 2,993.0 | 100% | 2,851.6 | 100% | 5.0% |

Source: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker, March 6, 2019

资料来源: IDC, 中银国际证券

销售额方面, 行业收入同比增长 12.6%。厂商之间, 戴尔增速为 20.4%, 惠普为 10.5%, 浪潮为 70.7%, 华为未单列。行业整体销售额增速高于出货量的一个原因估计为中高端服务器需求占比增大。其中, 在增速较高的中国市场惠普品牌由新华三总代销售, 推断在其他区域的增速可能会更低。

图表 4. 18Q4 销售额指标显示惠普表现低于行业

| Top 5 Companies, Worldwide Server Vendor Revenue, Market Share, and Growth, Fourth Quarter of 2018 (Revenues are in US\$ Millions) | | | | | |
|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------------|
| Company | 4Q18 Revenue | 4Q18 Market Share | 4Q17 Revenue | 4Q17 Market Share | 4Q18/4Q17 Revenue Growth |
| T1. Dell Inc.* | \$4,426.2 | 18.7% | \$3,677.2 | 17.5% | 20.4% |
| T1. HPE/New H3C Group** | \$4,199.8 | 17.8% | \$3,801.9 | 18.1% | 10.5% |
| 3. IBM ^c | \$1,951.0 | 8.3% | \$2,652.9 | 12.8% | -27.6% |
| T4. Inspur/Inspur Power Systems* ^b | \$1,548.8 | 6.6% | \$907.2 | 4.3% | 70.7% |
| T4. Lenovo* | \$1,458.7 | 6.2% | \$1,090.0 | 5.2% | 33.8% |
| ODM Direct | \$4,736.2 | 20.1% | \$4,245.4 | 20.2% | 11.6% |
| Rest of Market | \$5,294.3 | 22.4% | \$4,566.1 | 21.8% | 15.9% |
| Total | \$23,615.0 | 100% | \$20,980.7 | 100% | 12.6% |

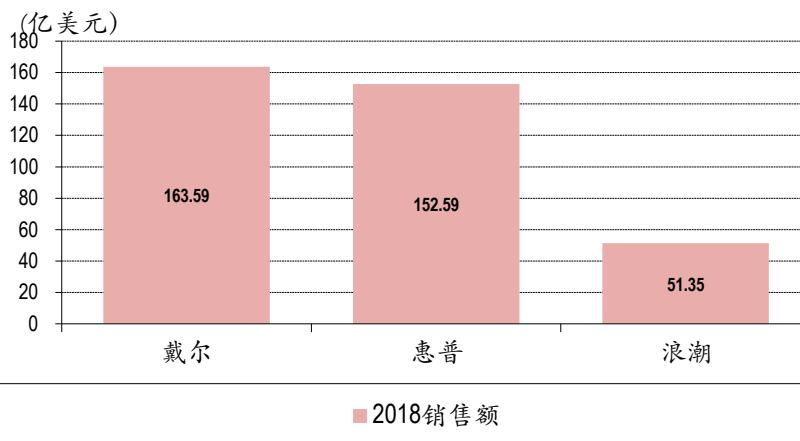
Source: IDC Worldwide Quarterly Server Tracker, March 6, 2019

资料来源: IDC, 中银国际证券

注: 表中为包含 x86 和非 x86 (如 Power) 市场, x86 在浪潮占比很大, 因此可表征 x86 市场趋势

综合 2010~2017 年远期增速和 2016~2018 年的近期增速 (如图表 6), 我们对戴尔、惠普 2019~2022 年的增长分别给出保守、中性和乐观三种情况假设 (如图表 7)。

图表 5. 三家公司 2018 年服务器销售额



资料来源: IDC, 中银国际证券

具体来看, IDC 对同期全球服务器市场复合增速的预测为 5.7%。若剔除 2018 年单年影响, 戴尔 2010-2017 连续 7 年复合增速为 4.9%, 2015-2017 年复合增速为 0.41%, 2017 年增速仅为 1.33%; 惠普 7 年复合增速为 -1.9%, 2015-2017 年复合增速为 -8.71%, 2017 年增速下滑到 -7.38%。浪潮增速超过行业增速, 其份额增长大概率会侵蚀头部竞争对手份额, 结合考虑中国市场互联网企业需求大量涌现、政务云建设加码、自主可控导向影响等, 我们认为戴尔未来复合增速为个位数负增长, 惠普增速应更低。

图表 6. 行业及公司服务器销售额增速

| 行业/公司 | 复合增速 (2010-2017 年) (%) | 2016 年增速(%) | 2017 年增速(%) | 复合增速 (2015-2017 年) (%) | 2018 年增速(%) |
|-------|------------------------------|-------------|-------------|------------------------------|-------------|
| 全球 | 8.43 | 2.51 | 15.45 | 8.79 | 41.56 |
| 中国 | 24.58 | 17.32 | 24.27 | 20.74 | 54.59 |
| 海外 | 6.43 | (0.06) | 13.65 | 6.57 | 39.45 |
| 戴尔 | 4.91 | (0.51) | 1.33 | 0.41 | 60.60 |
| 惠普 | (1.91) | (10.02) | (7.38) | (8.71) | 29.30 |
| 浪潮 | 47.73 | 26.86 | 46.34 | 36.25 | 108.27 |

资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. 对手企业增速假设及浪潮所对应的增速和 2022 年销售额

| | 保守 | | 中性 | | 乐观 | |
|----|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | CAGR(%) | 销售额 | CAGR(%) | 销售额 | CAGR(%) | 销售额 |
| 戴尔 | (10.00) | 107.33 | (6.50) | 125.03 | (2.00) | 150.89 |
| 惠普 | (9.00) | 104.64 | (7.00) | 114.15 | (3.00) | 135.09 |
| 浪潮 | 20.80 | 109.35 | 25.00 | 125.37 | 31.00 | 151.23 |

资料来源：万得，中银国际证券

注：销售额基于 IDC 对 2018 年市场的统计口径

计算可知，浪潮信息 2019~2022 年 CAGR 应达到 20~31% 之间，在 2022 年销售额为 109~151 亿美元，将赶超对手成为全球第一。

另外，IDC 在 2018 年的统计口径为浪潮销售额 51 亿美元，约占公司收入的 73%。还原该比例后，2022 年公司收入应达到 149-208 亿美元，按 2018 年营收为基数计算为人民币 1000~1380 亿元（中位数 1190 亿），较 2018 年增长 1.13~1.95 倍。

能否做到：国内海外合力实现目标确定性高

对于这样一个增速，浪潮信息应如何实现？首先，公司 2012~2018 年的收入复合增速达 66.7%，远超上述目标。本节主要关心在基数变大以及行业增速预期低于 2018 年水平时，能否实现较高增速。

由于产能不是瓶颈（与芯片商等上游关系良好，济南、深圳、美国等工厂保障交付速度），发展速度取决于下游需求和市场份额。我们按国内和海外两个子市场分别讨论。

图表 8. 浪潮信息国内海外收入增速

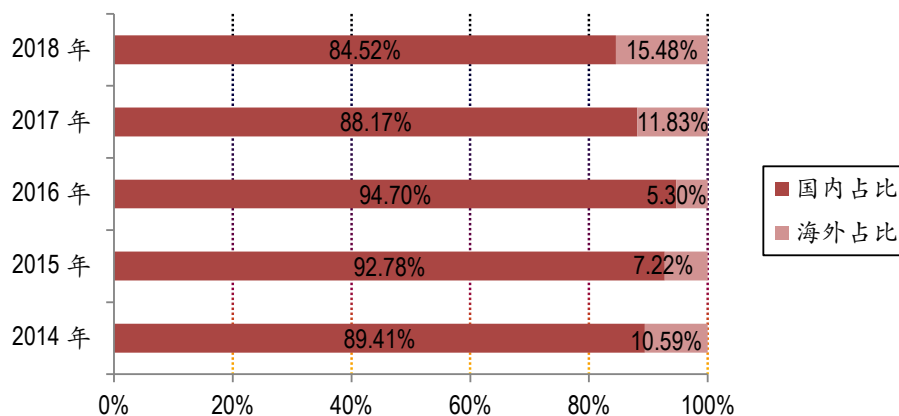
| 区域划分(%) | 2012-2018 年 CAGR | 2016 年增速 | 2017 年增速 | 2018 年增速 |
|---------|------------------|----------|----------|----------|
| 国内 | 74.24 | 27.74 | 87.33 | 76.54 |
| 海外 | 45.27 | -8.21 | 349.18 | 141.04 |

资料来源：公司公告，中银国际证券

国内市场方面，公司表现为份额稳步提升，因此可以参考行业增速预估。IDC 对中国服务器市场 2019~2022 年的 CAGR 预期为 9.7%。观察近年来浪潮国内收入 CAGR 超 70%（见图表 8），约是行业的 4.7 倍，因此我们认为公司实现超过 2 倍左右的行业增速（即约 22%）还是有较大确定性的。

具体看，阿里等第一梯队的互联网企业在过去一年多时间内大量采购服务器产品，未来投入可能会有所放缓；浪潮在国内市场超行业的机会来源于百度、头条、美团等其他头部互联网企业需求的轮动，以及政府、运营商、金融等行业客户的补充。

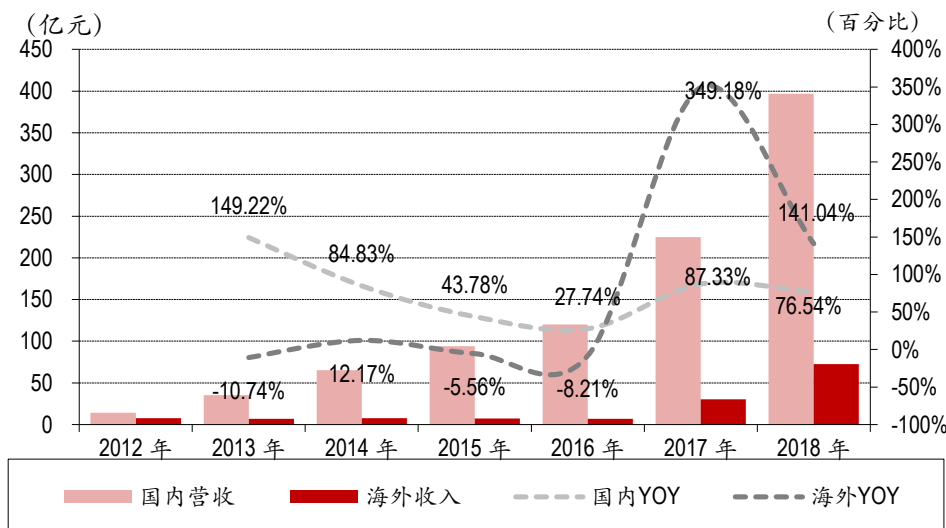
图表 9. 海外收入占比开始提升



资料来源：公司公告，中银国际证券

海外市场方面，收入占比虽小，但也从 2016 年的 5% 已提升到 2018 年的 15%，因此对整体增速有一定的影响了，而且要有较大的突破，仅靠国内市场还不够。前文提到 IDC 的预测未来几年的全球服务器市场 CAGR 为 5.7%，考虑公司在海外市场的渗透率较低，且采取大客户突破等策略，因此预计其增长与行业增速相关性不高。这点从公司 2017~2018 年海外 350~140% 的增长也得到验证（见图表 10）。目前公司在美国建厂进展较为顺利，并未受到贸易摩擦的影响。公司的美国客户如苹果等主要在全球进行布局，公司的全球供应链也将保障其全球布局进展。

图表 10. 浪潮信息国内与海外营收增速



资料来源：万得，中银国际证券

根据 AppleInsider 报道，2016 年苹果与浪潮集团合作自建数据中心，苹果成为浪潮服务器的海外大客户，推测也是 2017~2018 年海外高增长的重要因素之一。总体来说，海外互联网巨头和云厂商（如亚马逊、Facebook 等）是戴尔、惠普和白牌厂商的重要客户，而像苹果、Uber 等有大量 IT 需求，并且从长期成本角度考虑想自建数据中心的公司则是浪潮更为直接的客户群。



外部贸易争端对浪潮影响在可控范围内。浪潮的商业模式为采购英特尔等厂商的 CPU、内存等核心零部件，然后进行研发适配销售，主要大客户为公有云厂商和行业客户。目前公司与英特尔合作紧密，公司会根据行业需求对 CPU 等零部件进行提前备货，2018 年公司对英特尔采购金额为 145.8 亿，占年度采购金额的 30.5%，浪潮采购的量较大可以获取较为有利的价格优势。尽管目前美国针对部分中国厂商采取限制核心芯片进口动作，但浪潮并不在限制名单范围，且英特尔等厂商的核心利益（CPU 在中国市场售卖、生态构建）与浪潮等厂商息息相关，浪潮所受到的影响路径与华为截然不同，从国外厂商商业利益保护角度看，浪潮没受到外部贸易环境的重大不利影响。

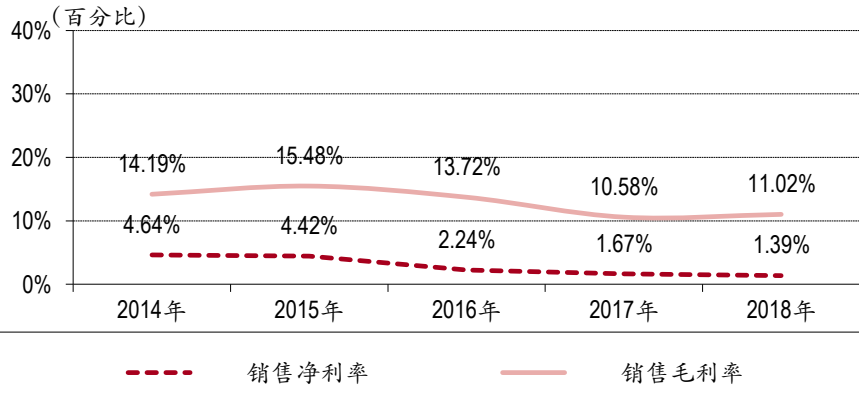
按照我们对浪潮整体营收和国内营收的复合增速倒推，要实现整体 20%-31% 增速，海外收入的 CAGR 应在 25%-52% 之间。我们认为这个增速实现的确定性较好的原因是：（1）按照 2017~2018 年体现了海外业务翻倍（甚至翻几倍）的增长趋势；（2）2018 年苹果表示未来 5 年在数据中心上花费超 100 亿美元投资，因此该客户的高增长仍可保持；（3）公司如果在未来几年内突破 1~2 家大客户，实现目标的确定性将更高，而如上文所述，潜在客户群的需求是明确的，随着公司产品性价比提升、海外中心的功效发挥，这样的突破是有可能发生的。

由此可见，公司在国内市场保持 22% 左右的线性增速，在海外市场实现二次突破保障复合增速为 39%，是实现 25% 左右综合复合增速的可行路径，并可以较好的确定性达成 2022 年全球服务器市场第一的目标。

从毛利率和控费看利润端增速

在收入端高增长的基础上，我们判断公司净利润水平将进一步改善，主要原因是 AI、边缘计算、超融合等产品带动毛利率，同时销售费用在集团协作下得到控制。

图表 11. 2018 年公司毛利率触底提升



资料来源：万得，中银国际证券

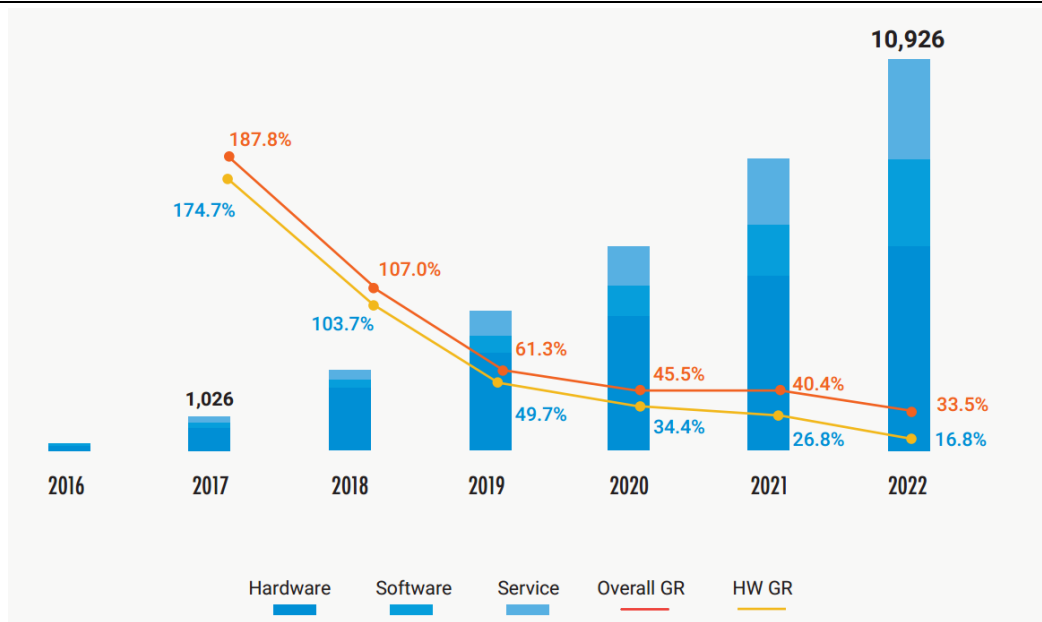
AI 服务器市场日臻成熟，产品特性带高毛利率

AI 服务器主要是针对深度学习等场景提供的专用服务器，上游更依赖于 GPU 等 AI 芯片，在功耗等方面的要求也有所提高。2018 年浪潮在 AI 服务器市场的占有率超 51%，领先优势较 x86 服务器市场更进一步。

AI 服务器是快速增长的市场，全球算力投资 5 年 CAGR 将超 30%。根据 IDC 《2018-2019 中国人工智能计算力发展评估报告》，2022 年全球人工智能市场中用于算力的投资将超过 176 亿美元，2017-2022 年 CAGR 将超过 30%。

2022 年国内 AI 基础架构硬件市场规模将超千亿。根据 IDC 对中国人工智能市场的研究数据显示，2018 年，中国人工智能市场投资规模约 25 亿美元，其中 70% 以上为以算力为核心的基础架构硬件市场投资。IDC 预测到 2022 年，中国的人工智能市场投资规模将超过百亿美元，未来五年的复合增长率超过 59%，将形成一个新的千亿人民币规模的产业生态。到 2022 年中国市场的 AI 算力投资将超过 50 亿美元，占人工智能整体投资市场规模的近 50%。

图表 12. 2017-2022 年中国人工智能市场规模预测 (百万美元)



资料来源: IDC, 中银国际证券

浪潮在 AI 服务器产品线优势突出。在硬件方面涵盖 GPU/MIC/FPGA 等所有计算技术, 可以满足从小规模的样本训练到千亿样本、万亿参数级别的超大规模模型训练需求。AGX-5 是当前性能最强的单机 AI 平台, 峰值为每秒 2000 万亿次 AI 训练。公司还在软件方面开发了深度学习集群管理系统 AIStation、AI 应用特征分析系统 Teye, 完成了 Caffe-MPI 的开发和升级, 形成了完整的大规模 AI 集群方案能力。

图表 13. 浪潮持续加码人工智能领域



资料来源: IDC, 公司官网, 中银国际证券

AI 服务器毛利率较高。一方面, 算力产品在发展早期毛利率水平较高; 另一方面, AI 服务器复杂度和专用性更高, 为毛利率提供了较大空间。2018 年浪潮在 AI 服务器市场份额为 51.4%, 规模约为 55 亿, 未来行业平均增速为 59%, 硬件增速将低于整体行业平均增速, 若按照保守估计增速为 50%, 预计浪潮 2022 年 AI 服务器市场规模约为 278 亿, 有望占收入比例超 20%。毛利率方面, 传统服务器毛利率仅为 10%-11%, 而 AI 服务器毛利率为 15%-18%, 随着 AI 服务器占比提升, 可带动整体毛利率水平提升 1~1.6pct。

边缘服务器万亿新市场涌现, 客户特性带高毛利率

服务器领域另一个增长驱动是边缘计算。随着 5G 和云计算的发展, 将算力放置于靠近设备的边缘有助于提高计算响应速度, 满足高延迟或局部数据计算量较大的应用, 包括智能驾驶、工业互联网等。

5G 带来的低延时需求将推动边缘计算繁荣发展。根据国际电信联盟 ITU 的定义，5G 的三大场景为增强移动宽带、超高可靠超低时延通信和海量大连接物联网。由于 5G 通信网络更加去中心化，需要在网络边缘部署小规模或者便携式数据中心，进行终端请求的本地化处理，以满足三大场景应用的超低延时需求。

图表 14.边缘计算服务器在“云-端”产业中处于基础位置



资料来源：中国移动官网，中银国际证券

边缘计算与云计算体量相当，边缘服务器市场规模可超万亿。根据 IDC 预测，2020 年将有超过 50% 的数据需要在网络边缘侧分析、处理与存储，意味着边缘和云端的算力需求可达 1:1，边缘计算成为云计算体量相当的新兴市场。进一步推算，边缘计算市场远期规模将超过万亿。

图表 15.浪潮首发的边缘计算服务器 NE5260M5



资料来源：公司官网，中银国际证券

浪潮首发 OTII 标准边缘计算专用服务器。2019 年 2 月 25 日，MWC2019 上浪潮发布首款基于 OTII 标准的边缘计算服务器，该产品专为 5G 设计，可承担物联网、MEC 和 NFV 等 5G 应用场景，适应边缘机房的物理环境。NE5260M5 针对边缘机房进行了大量的适应性设计，例如壁挂设计可使 NE5260M5 直接悬挂在墙壁上而无需机架，适合于环境简单的边缘数据中心，在耐高温、防尘、耐腐蚀、电磁兼容、抗震等方面，这款产品的技术要求也可以满足极端环境的部署需求。

浪潮云服务器经验有助于为边缘计算服务器提供借鉴。根据 IDC 报告，2018 年刀片 (-12.4%)、大型系统 (+20.0%)、机架 (+10.1%)、塔式 (-6.6%) 和多节点 (+79.7%) 等产品形态的出货量同比增长最快的仍是多节点服务器（即云服务器）。不仅互联网运营商，电信运营商等传统企业用户也开始采购多节点服务器。多节点和机架式两种形态中，客户定制化的产品占比越来越高。

云服务器正是浪潮面向大规模互联网数据中心和云数据中心应用场景重新定义的新型服务器，具有高密度、高弹性，节能、易扩展等特性，功能单元高度模块化、池化，在部署密度、能效、投资回报等方面都明显优于传统服务器。浪潮在云服务器的发展路径有望为边缘计算服务器提供借鉴意义。预计边缘计算建设主体力量将会是电信运营商，这一客户群对高端产品能给予较高的毛利率空间，有望超过 AI 服务器。

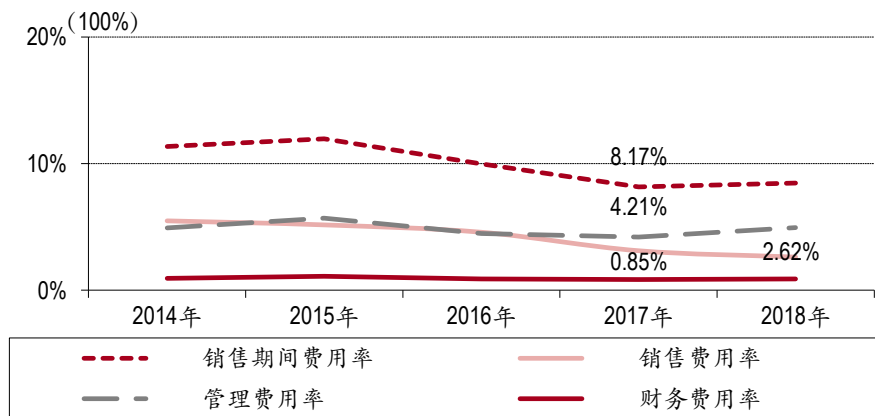
考虑浪潮目前下游客户中，运营商占比应在 5% 左右（收入额约几十亿），2022 年边缘计算服务器销售额有望达到百亿元级别，再加上云和传统服务器，这部分的毛利率提升也有望达 1pct 以上。

费用率持续下降，集团协同降本增效

影响净利润率的还有费用端因素，包括销售费用和管理费用等。公司的研发投入较高，这与公司的 IT 属性相关，我们在下一章中对研发费用有所讨论。我们认为，在公司模式、渠道和浪潮集团层面可以对销售费用的优化打造空间。

JDM 模式成功实现规模批量定制化，费用率持续下降。公司的期间费用率从 2017 年开始下降（如图表 16），即费用增速不及营收增速，后面主要原因之一是通过 JDM 模式黏合大客户，带来规模化效益，减少客户分散带来的销售费用增加。同时，JDM 满足定制化需求的模式可以和大客户共担研发管理费用，减少供需错位的现象。

图表 16. 公司费用率在 2017-2018 年开始持续下降

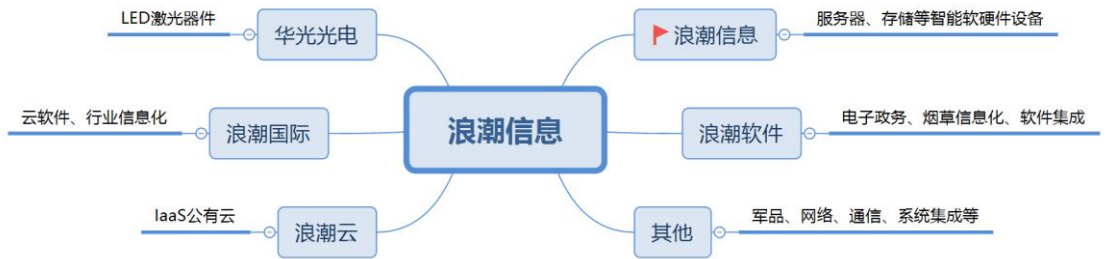


资料来源：万得，中银国际证券

集团产业单位系统作战，降本增效卓有成果。浪潮集团作为国内领先的 IT 集团，在管理软件、大数据、云计算、人工智等领域均有全面布局，集团旗下产业单位众多，因此在项目机会发现、集采产品引流等方面，各个集团兄弟单位存在相互协同的机会。

集团协同作战具备两大优势：一是降本，集团在全国各地均有区域公司，浪潮信息项目组成员可常驻各地分公司，节省销售费用和管理费用；二是增效，可以通过其他兄弟单位带动服务器销售，比如浪潮软件在电子政务领域深耕，针对客户的软硬件需求可以进行统一安排，带动服务器销售。

图表 17. 集团布局助力公司降本增效



资料来源：浪潮集团官网，中银国际证券

盈利预测与投资建议

盈利预测

分别按地区和产品口径，对公司 2019~2021 年各项业务的收入和利润情况预测如下。

图表 18. 按照区域拆解业务预测

| (人民币: 百万) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 国内市场 | | | | |
| 收入 | 39,676.15 | 49,198.43 | 60,514.06 | 73,222.02 |
| YOY(%) | 76.54 | 24.00 | 23.00 | 21.00 |
| 成本 | 35,346.99 | 43,540.61 | 53,252.38 | 63,337.05 |
| 毛利 | 4,329.18 | 5,657.82 | 7,261.69 | 9,884.97 |
| 毛利率(%) | 10.91 | 11.50 | 12.00 | 13.50 |
| 海外市场 | | | | |
| 收入 | 7,264.66 | 11,841.54 | 16,420.90 | 22,205.10 |
| YOY(%) | 140.99 | 63.00 | 38.67 | 35.22 |
| 成本 | 6,420.07 | 10,425.63 | 14,378.15 | 19,592.96 |
| 毛利 | 844.59 | 1,415.92 | 2,042.74 | 2,612.13 |
| 毛利率(%) | 11.63 | 11.96 | 12.44 | 11.76 |
| 合计 | | | | |
| 收入 | 46,940.82 | 61,039.97 | 76,934.96 | 95,427.11 |
| YOY(%) | 83.07 | 30.04 | 26.04 | 24.04 |
| 毛利率(%) | 11.02 | 11.59 | 12.09 | 13.10 |

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 19. 按照产品拆解业务预测

| (人民币: 百万) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 服务器整机及零部件 | | | | |
| 收入 | 46,694.77 | 60,703.20 | 76,486.03 | 94,842.68 |
| YOY(%) | 84.09 | 30.00 | 26.00 | 24.00 |
| 成本 | 41,592.21 | 53,722.33 | 67,307.71 | 82,513.13 |
| 毛利 | 5,102.56 | 6,980.87 | 9,178.32 | 12,329.55 |
| 毛利率(%) | 10.93 | 11.50 | 12.00 | 13.00 |
| 配套产品 | | | | |
| 收入 | 140.77 | 204.12 | 285.76 | 388.64 |
| YOY(%) | (7.42) | 45.00 | 40.00 | 36.00 |
| 成本 | 111.73 | 151.05 | 208.61 | 279.82 |
| 毛利 | 29.04 | 53.07 | 77.16 | 108.82 |
| 毛利率(%) | 20.63 | 26.00 | 27.00 | 28.00 |
| 其他业务 | | | | |
| 收入 | 105.28 | 132.65 | 163.16 | 195.80 |
| YOY(%) | (14.39) | 26.00 | 23.00 | 20.00 |
| 成本 | 63.12 | 92.86 | 114.21 | 137.06 |
| 毛利 | 42.16 | 39.80 | 48.95 | 58.74 |
| 毛利率(%) | 40.05 | 30.00 | 30.00 | 30.00 |
| 合计 | | | | |
| 收入 | 46,940.82 | 61,039.97 | 76,934.96 | 95,427.11 |
| YOY(%) | 83.07 | 30.04 | 26.04 | 24.04 |
| 毛利率(%) | 11.02 | 11.59 | 12.09 | 13.10 |

资料来源: 万得, 中银国际证券

主要假设基于前文讨论：

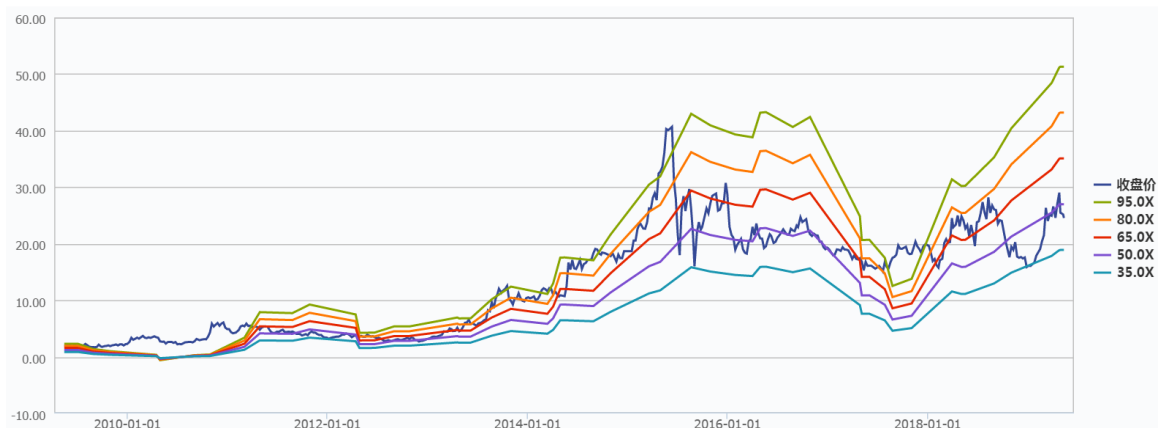
- 1、营收增速方面：四年 CAGR 约为 25%。受益于国内海外市场双管齐下，在国内市场，云市场增速有望保持在 20%以上，其他子行业因基数较低增速将超过该水平，因此浪潮增速在 22%左右。在海外市场四年复合增速为 39%以上，尽管 2019 年外部贸易摩擦会对海外客户选择服务器供应商产生一定的影响，但浪潮在全球前 10 的互联网公司中已经黏合其中 6 家。随着未来局势逐渐明朗，2019 年海外销售额有望突破百亿级别，2020 年以后增速有望达到 35%以上，在 2022 年销售占比有望达到 23%。
- 2、毛利率方面：公司是承接上游元器件厂商和下游客户的管道，随着 x86 体量行业优势位置明显，至少向上议价能力提升，价格传导能力逐渐加强，因此预计毛利率能保持稳定；新业务毛利率水平较高，整体毛利率水平预计逐步提升。

如何理解服务器龙头估值水平的锚点

技术含量指标领先可比硬件领域

浪潮信息历史估值区间在 35 倍到 50 倍以上（如图表 20 所示），较多时候在 50 倍左右。横向对比方面，浪潮信息与计算机硬件行业对比最为合适，从公司过去的估值水平（50X）来看是高于行业的。我们从研发和科技含量等指标分析，认为在硬件行业中公司具备较高的科研实力，服务器领域科技含量有相对优势，因此应当给予溢价。

图表 20. 浪潮信息历史估值水平



资料来源：万得，中银国际证券

主要分析指标：

- (1) 人均研发支出=研发支出/研发人员数量，代表人均角度衡量研发投入指标；
- (2) 人均专利数量=专利数量/研发人员数量，一定程度代表研发投入产出率和技术竞争力。对比的标的如下表所示。

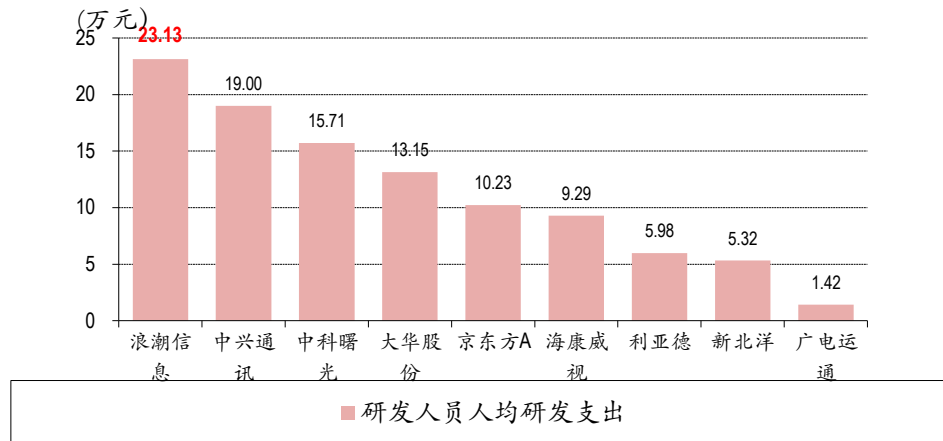
图表 21. 横向对比标的

| 硬件领域 | 公司 |
|------|-----------|
| 安防 | 海康威视、大华股份 |
| 金融机具 | 新北洋、广电运通 |
| 通信 | 中兴通讯 |
| LED | 京东方、利亚德 |
| 服务器 | 中科曙光 |

资料来源：万得，中银国际证券

2018 年研发人员人均研发支出排名中浪潮信息以人均 23 万排第一。(1) 观察浪潮信息变化: 2018 年浪潮信息研发人员人均研发支出为 23.1 万。2018 年研发费用为 17.5 亿, 同比 2017 年的 8.0 亿增长了 118.8%。(2) 从行业对比看: 10 家公司人均研发支出均值为 10.7 万, 浪潮信息和中科曙光研发人员人均研发支出为 23.1 万和 15.7 万, 排名分别为第 1 和第 3。

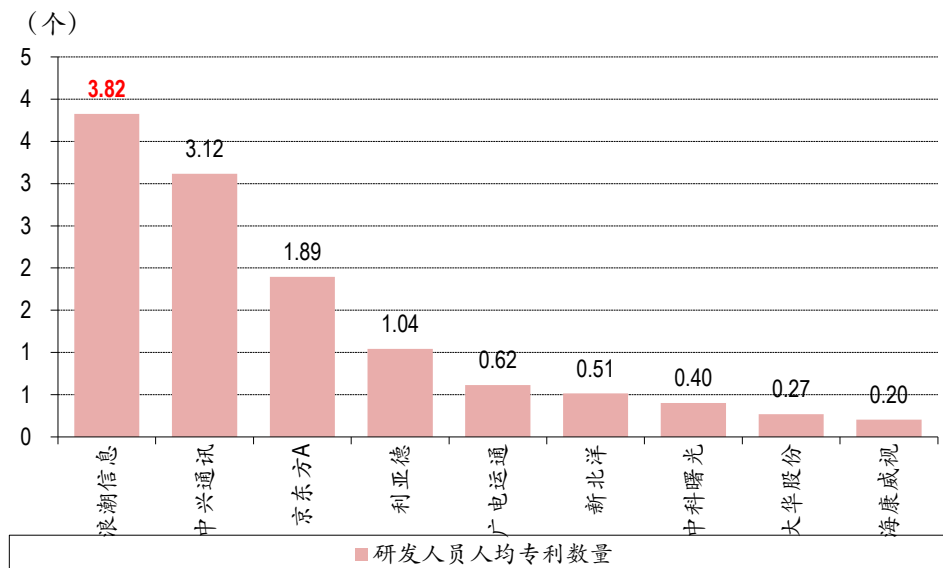
图表 22. 2018 年研发人员人均研发支出



资料来源: 万得, 中银国际证券

研发人员人均专利数量中, 浪潮信息仍然领先。从行业比较角度看: 通信制造龙头中兴通讯排名第二, 主要因为专利数量攀升而研发人员数量下滑, 金融机具行业由于前期积累的专利数量较多技术成熟度较高, 而安防行业以人均 0.23 项的均值排名末位, 主要因为研发人均占比较大, 而安防行业竞争白热化, 硬件创新速度放缓所致。

图表 23. 10 家公司研发人员人均专利数量



资料来源: 万得, 国家知识产权局, 中银国际证券

注: 专利数量采用 2019 年 3 月数据



服务器行业在开发制造类企业中技术属性较好。公司未来复合增长率有望接近 25%，技术指标在 10 家代表性公司中排名居头部位置，PE 估值优势具备多方面的数据支撑。2019 年浪潮信息 PE 为 35 倍左右，一方面位于其历史估值底部，另一方面和同领域的中科曙光（2019E 约 54 倍）相比估值差距较大，存在合理上修的空间。

图表 24. 估值对比

| 公司 | PE 2018A | PE 2019E |
|--------|-------------|-------------|
| 海康威视 | 23 | 17 |
| 大华股份 | 16 | 13 |
| 新北洋 | 22 | 15 |
| 广电运通 | 23 | 23 |
| 中兴通讯* | (17) | 25 |
| 利亚德* | 16 | 12 |
| 京东方 A* | 34 | 25 |
| 浪潮信息 | 46 | 31 |
| 中科曙光* | 83 | 54 |

资料来源：万得，中银国际证券

注：2019 年 PE 使用 Wind 一致预测，其中预测每股收益为平均值，时间为 2019 年 5 月 17 日

注：股价截止最近一个交易日，标*股票采用 Wind 一致性预测

投资建议

综合以上结果可知，浪潮信息在硬件厂商中的研发和技术成色领先；整体上，服务器行业也较其他细分领域技术性较高，估值区间应高于可比公司。我们认为，浪潮信息是服务器领域龙头，未来营收复合增速预期接近 25%，公司在 2018Q4 净利率达到 2.17%，未来毛利率将迎提升，而净利率将逐步升至 2.0% 左右。结合 PEG 和上述溢价因素，公司合理的估值水平应在 40X 以上。目前公司增速和估值都被低估。

从事件催化角度看，以浪潮为代表的国产服务器从“斯诺登事件”后在国内市场开始规模性放量。受近期外部贸易摩擦影响，预期国内服务器品牌国产替代化进程将加速，浪潮在国内的市场份额有望再次扩大。

预计 2019~2021 年实现净利润分别为 9.3、13.4、18.3 亿，EPS 分别为 0.72、1.04、1.42 元（分别调整 -2.6%~27.2%），对应 PE 为 33/23/17 倍。公司处于高速增长期，在国内互联网行业卡位战略成功，AI 和边缘计算服务器景气度显著提高，公司成长性和估值均处于低估位置，因此维持买入评级。



风险提示

(1) **第三方数据偏差**: 预测中基于 IDC 等第三方数据, 具备较好权威性, 但仍然存在覆盖率的偏差, 可能的对关键假设产生影响, 尤其是服务器收入增速方面。简要分析如下: 惠普 (HPE) 2017 财年对应的 IDC 数据覆盖率为 92%; 戴尔最近有公开服务器收入口径的是 2013 财年, 当年 IDC 数据覆盖率为 87%。两个比例都高于 IDC 对浪潮的覆盖率水平 (2018 年为 73%), 而戴尔、惠普覆盖率越高越有助于证实我们的判断。

(2) **需求变动导致业绩增速放缓**: 国内市场仍然是为浪潮贡献主要增长的基本盘, 互联网厂商未来几年需求或有所放缓, 而一二线厂商的投入存在轮动性, 还有来自政府、运营商、金融等领域的增长作为补充, 但如果互联网大厂商增速整体显著下滑, 或导致国内业务增速低于预期。亚马逊谷歌等巨头的公有云市场在全球均有所布局, 海外市场发展也将跟随其扩张步伐, 若海外需求增速回落也将导致业绩增速有所放缓。

(3) **国际贸易争端加剧**: 海外市场的突破目前最大的阻力除了行业竞争外还来自中美等重要贸易伙伴之间出现的贸易争端。如果美国对中国厂商施加限制 (如近期的华为事件), 双方经贸关系恶化, 将拖累公司的海外突破, 但从英特尔等厂商的核心商业利益分析, 浪潮所受影响将不会像华为为一般扩大化。当然, 除美国市场之外, 欧洲等市场可以成为突破方向。

损益表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入 | 25,488 | 46,941 | 61,040 | 76,935 | 95,427 |
| 销售成本 | (22,826) | (41,820) | (54,094) | (67,777) | (83,102) |
| 经营费用 | (1,958) | (3,632) | (5,469) | (7,055) | (9,651) |
| 息税折旧前利润 | 705 | 1,488 | 1,477 | 2,103 | 2,674 |
| 折旧及摊销 | (176) | (431) | (403) | (451) | (394) |
| 经营利润(息税前利润) | 528 | 1,057 | 1,074 | 1,652 | 2,280 |
| 净利息收入/(费用) | (217) | (424) | (160) | (251) | (294) |
| 其他收益/(损失) | 195 | 156 | 191 | 213 | 248 |
| 税前利润 | 506 | 790 | 1,105 | 1,614 | 2,235 |
| 所得税 | (82) | (138) | (188) | (290) | (425) |
| 少数股东权益 | (3) | (7) | (8) | (13) | (18) |
| 净利润 | 428 | 659 | 925 | 1,337 | 1,828 |
| 核心净利润 | 428 | 660 | 926 | 1,337 | 1,828 |
| 每股收益(人民币) | 0.332 | 0.511 | 0.718 | 1.037 | 1.418 |
| 核心每股收益(人民币) | 0.332 | 0.512 | 0.718 | 1.037 | 1.418 |
| 每股股息(人民币) | 0.040 | 0.021 | 0.058 | 0.064 | 0.101 |
| 收入增长(%) | 101 | 84 | 30 | 26 | 24 |
| 息税前利润增长(%) | 229 | 100 | 2 | 54 | 38 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 142 | 111 | (1) | 42 | 27 |
| 每股收益增长(%) | 15 | 54 | 41 | 44 | 37 |
| 核心每股收益增长(%) | 9 | 54 | 40 | 44 | 37 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 2,410 | 5,535 | 7,197 | 9,071 | 11,252 |
| 应收帐款 | 4,260 | 5,197 | 5,417 | 8,047 | 9,130 |
| 库存 | 4,987 | 8,217 | 9,172 | 12,414 | 14,182 |
| 其他流动资产 | 64 | 64 | 104 | 95 | 176 |
| 流动资产总计 | 15,876 | 23,449 | 26,186 | 33,993 | 39,071 |
| 固定资产 | 412 | 726 | 798 | 907 | 947 |
| 无形资产 | 1,059 | 832 | 510 | 78 | (213) |
| 其他长期资产 | 479 | 553 | 494 | 504 | 481 |
| 长期资产总计 | 1,950 | 2,111 | 1,801 | 1,488 | 1,215 |
| 总资产 | 17,822 | 25,599 | 28,042 | 35,547 | 40,359 |
| 应付帐款 | 5,484 | 10,480 | 11,182 | 15,620 | 17,700 |
| 短期债务 | 3,583 | 2,090 | 4,155 | 5,268 | 5,712 |
| 其他流动负债 | 1,102 | 3,156 | 2,747 | 3,097 | 3,712 |
| 流动负债总计 | 10,168 | 15,726 | 18,084 | 23,986 | 27,123 |
| 长期借款 | 400 | 423 | 761 | 1,095 | 1,104 |
| 其他长期负债 | 32 | 141 | 86 | 113 | 100 |
| 股本 | 1,289 | 1,289 | 1,289 | 1,289 | 1,289 |
| 储备 | 5,989 | 6,646 | 7,496 | 8,751 | 10,448 |
| 股东权益 | 7,278 | 7,935 | 8,785 | 10,040 | 11,737 |
| 少数股东权益 | 3 | 334 | 326 | 313 | 295 |
| 总负债及权益 | 17,882 | 25,599 | 28,042 | 35,547 | 40,359 |
| 每股帐面价值(人民币) | 5.65 | 6.15 | 6.81 | 7.79 | 9.10 |
| 每股有形资产(人民币) | 4.82 | 5.51 | 6.42 | 7.73 | 9.27 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | 1.22 | (2.50) | (1.92) | (2.26) | (3.60) |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 506 | 790 | 1,105 | 1,614 | 2,235 |
| 折旧与摊销 | 176 | 431 | 403 | 451 | 394 |
| 净利息费用 | 217 | 424 | 160 | 251 | 294 |
| 运营资本变动 | 1,518 | 3,004 | 1,166 | 1,601 | 1,813 |
| 税金 | (85) | (145) | (188) | (290) | (425) |
| 其他经营现金流 | (2,078) | (3,172) | (2,046) | (2,824) | (2,105) |
| 经营活动产生的现金流 | 255 | 1,330 | 599 | 802 | 2,206 |
| 购买固定资产净值 | 182 | (227) | 142 | 115 | 128 |
| 投资减少/增加 | 100 | 74 | 78 | 72 | 75 |
| 其他投资现金流 | (3,541) | (91) | (284) | (229) | (257) |
| 投资活动产生的现金流 | (3,259) | (243) | (64) | (43) | (53) |
| 净增权益 | (52) | (28) | (75) | (82) | (130) |
| 净增债务 | 1,306 | (1,669) | 2,403 | 1,448 | 452 |
| 支付股息 | 52 | 28 | 75 | 82 | 130 |
| 其他融资现金流 | 2,789 | 3,262 | (1,275) | (333) | (424) |
| 融资活动产生的现金流 | 4,095 | 1,593 | 1,127 | 1,115 | 28 |
| 现金变动 | 1,090 | 2,680 | 1,662 | 1,874 | 2,180 |
| 期初现金 | 1,323 | 2,410 | 5,535 | 7,197 | 9,071 |
| 公司自由现金流 | (3,005) | 1,087 | 535 | 759 | 2,152 |
| 权益自由现金流 | (1,481) | (158) | 3,098 | 2,458 | 2,898 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

| 年结日: 12月31日 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|-------|------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 2.8 | 3.2 | 2.4 | 2.7 | 2.8 |
| 息税前利润率(%) | 2.1 | 2.3 | 1.8 | 2.1 | 2.4 |
| 税前利润率(%) | 2.0 | 1.7 | 1.8 | 2.1 | 2.3 |
| 净利率(%) | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.7 | 1.9 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| 利息覆盖率(倍) | 2.4 | 2.5 | 6.7 | 6.6 | 7.8 |
| 净权益负债率(%) | 21.6 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 70.9 | 46.0 | 32.7 | 22.7 | 16.6 |
| 核心业务市盈率(倍) | 70.9 | 45.9 | 32.7 | 22.7 | 16.6 |
| 市净率(倍) | 4.2 | 3.8 | 3.5 | 3.0 | 2.6 |
| 价格/现金流(倍) | 118.9 | 22.8 | 50.6 | 37.8 | 13.7 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 45.2 | 18.2 | 18.8 | 13.0 | 9.6 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 61.9 | 57.6 | 58.7 | 58.1 | 58.4 |
| 应收帐款周转天数 | 45.7 | 36.8 | 31.7 | 31.9 | 32.9 |
| 应付帐款周转天数 | 50.2 | 62.1 | 64.8 | 63.6 | 63.7 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 12.1 | 4.2 | 8.1 | 6.1 | 7.1 |
| 净资产收益率(%) | 7.6 | 8.7 | 11.1 | 14.2 | 16.8 |
| 资产收益率(%) | 3.3 | 4.0 | 3.3 | 4.3 | 4.9 |
| 已运用资本收益率(%) | 1.2 | 1.5 | 1.9 | 2.2 | 2.6 |

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371