



2019年11月18日

科创板询价报告之普元信息(688118)

计算机

建议询价区间：[25.34, 32.94]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	340	411	490	573
(+/-)	7.2%	20.7%	19.3%	17.0%
营业利润	51	58	70	83
(+/-)	17.2%	13.6%	19.4%	18.8%
归属母公司净利润	48	54	65	77
(+/-)	13.4%	13.3%	19.0%	18.5%
EPS (元)	0.72	0.60	0.71	0.85

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司是国内专业的软件基础平台提供商，面向金融、政务、能源、电信、制造业等行业大中型用户，提供自主可控、安全可靠的云应用平台、大数据中台和 SOA 集成平台软件及技术服务。经过十多年的专注发展，公司软件产品与技术服务方案在产品功能、技术性能等方面与国际品牌同类型产品相当，具备持续创新和迭代能力，在软件基础平台领域内享有较高的品牌知名度。

● 我国软件行业处于高速成长期，发展空间巨大。当前，全球软件行业正处于成长期向成熟期转变的阶段，而我国的软件行业正处于高速发展的成长期。随着我国软件行业的逐渐成熟，软件及 IT 服务收入将持续提高，发展空间广阔：1) 我国企业用户的 IT 需求已从基于信息系统的基础构建应用转变成基于自身业务发展构建应用，伴随着这种改变，连接应用软件和底层操作软件之间的软件基础平台产品呈现出旺盛的需求，市场规模逐年提升。2) 由于人力资源成本的上涨，以及提高自主核心竞争力的双重压力，IT 应用软件和专业化服务的价值将更加凸显。

● 信息化建设、数字化技术及项目的推进带动软件基础平台市场发展。2018 年国内软件基础平台（中间件）市场总体规模为 65.0 亿元，同比增长 9.6%。得益于政府、金融等行业信息化建设的提速，以及软件基础平台市场采购方式向服务化转变，近年来软件基础平台（中间件）市场保持稳定的增长态势。随着云计算、大数据、物联网等数字化技术普及以及政务大数据、智慧城市、企业上云等行业数字化热点项目的推进，催生出大量新的市场需求，促进了市场规模持续增长。据计世资讯《2018-2019 年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》预计，2019 年国内软件基础平台市场总体规模将达到 72.4 亿元，同比增长 11.4%。

● 公司核心技术均来源自主研发。公司打造了基于组件化的技术平台和核心技术组合，关键核心技术均为自主研发，应用于公司主要产品并实现相应收入。目前公司已掌握软件基础平台领域 41 项相关核心技术，取得授权发明专利 24 项，软件著作权 166 项，同时还建立了自身独特的 iPALM 研发体系，并已通过软件开发过程成熟度和过程规范性评估标准最高等级的 CMMI5 级认证。

分析师：魏旭锟
执业证书编号：S1050518050001
联系人：杨刚
电话：021-54967705
邮箱：yanggang@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>



- **公司估值及询价建议。**我们预测公司 2019-2021 年实现营收分别为 4.11 亿元、4.90 亿元、5.73 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 0.54 亿元、0.65 亿元、0.77 亿元。考虑到科创板目前关注度较高，市场交易频繁，且已上市科创板企业估值长期维持较高水平。同时，公司作为新兴自主可控企业，在基础软件领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力，应该具备一定的估值优势。不过，未来随着基础软件行业逐步趋于成熟，公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素，我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据，即公司的合理市值为 26.22 亿元（IPO 摊薄后），对应股价为 29.14 元/股，对应 2019 年 PE 为 48.56 倍，建议询价区间为[25.34， 32.94]元/股。
- **风险提示：**行业景气度不及预期；下游需求不及预期；技术更新换代的风险；市场系统性风险。



目录

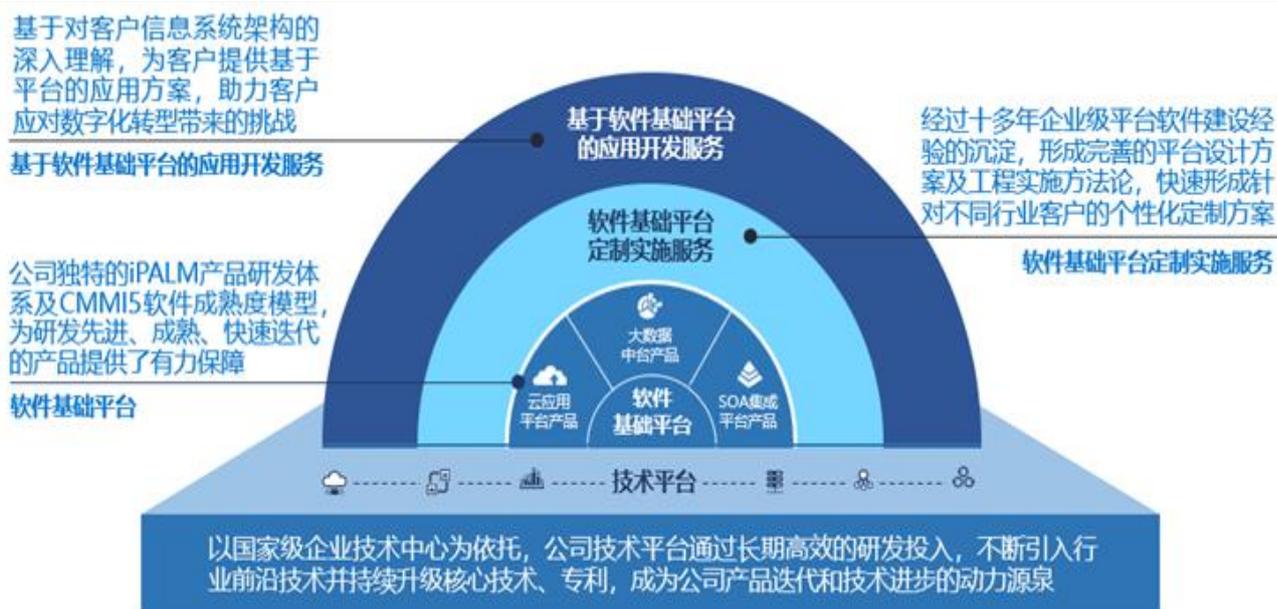
一、国内专业的软件基础平台提供商.....	4
1. 公司简介.....	4
2. 软件行业高速发展.....	5
3. 主要客户.....	6
二、财务数据.....	7
三、股权结构及融资历程.....	7
四、对标公司分析及同类公司估值.....	8
五、公司估值及询价建议.....	9
六、风险提示.....	11

一、国内专业的软件基础平台提供商

1. 公司简介

公司是国内专业的软件基础平台提供商。面向金融、政务、能源、电信、制造业等行业大中型用户，公司以长期高效投入形成的核心技术平台为基础，研发出云应用平台软件、大数据中台软件及 SOA 集成平台软件三大产品系列，并以软件产品为载体持续向客户提供定制实施服务及应用开发服务。经过十多年的专注发展，公司软件产品与技术服务方案在产品功能、技术性能等方面与国际品牌（IBM、Oracle 等）同类型产品相当，具备持续创新和迭代能力，在软件基础平台领域内享有较高的品牌知名度。2018 年《财富》世界 500 强企业中共有 120 家中国企业，其中 44 家选用了公司的软件基础平台产品或技术方案。

图表 1：公司业务领域

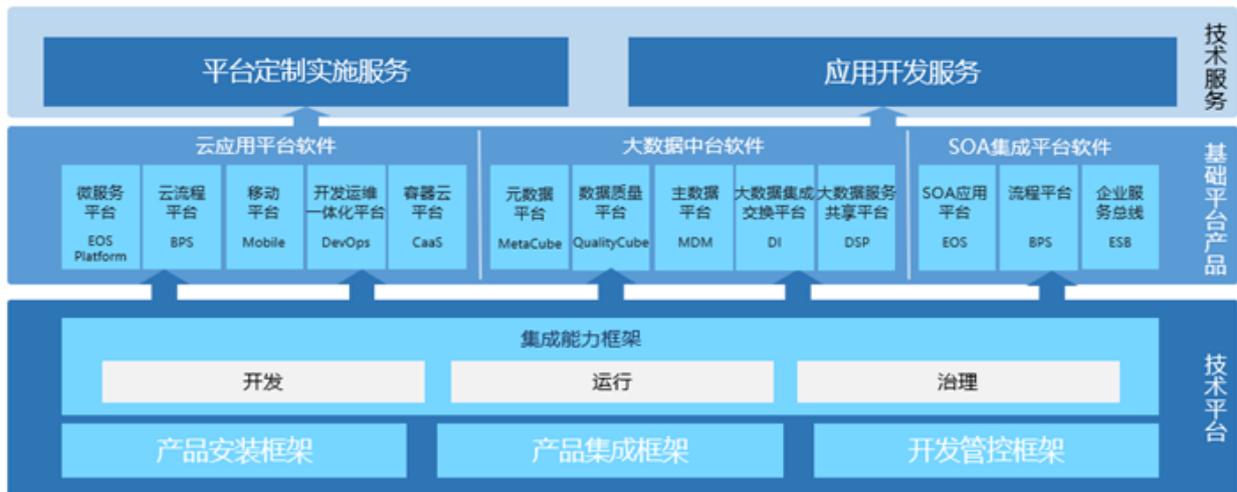


资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司长期致力于软件基础平台核心技术自主研发与创新能力的构建。公司打造了基于组件化的技术平台和核心技术组合，形成了体系化的技术研发能力、平台化的产品开发能力及完善的项目实施方法论。关键核心技术均为自主研发，应用于公司产品并实现相应收入。目前公司已掌握软件基础平台领域 41 项相关核心技术，取得授权发明专利 24 项，软件著作权 166 项，同时还建立了自身独特的 iPALM 研发体系，并已通过软件开发过程成熟度和过程规范性评估标准最高等级的 CMMI5 级认证。此外，公司参与了 SCA/SDO 两项重要的 SOA 国际技术规范和 11 项国家技术标准的制定，承担了国家发改委、工信部“国家电子信息产业振兴与技术改造专项项目——云计算软件研发及产业化”和多项上海市重要科研课题或研发产业化项目。



图表 2：公司主要产品和服务



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司拥有丰富的产品组合优势，且产品适用行业广泛。基于核心技术的积累和领先的产品化能力，公司形成了 SOA 集成平台、云应用平台、大数据中台三类技术产品线相互补充协同发展的局面，而国内企业通常具有相对单一的产品线或产品品种不够丰富，这已成为公司与国内竞争对手差异的关键所在。此外，公司软件基础平台产品具有基础性、通用性，可适用于多行业和多技术域，产品客户已覆盖金融、政务、能源、电信、制造业、教育等国民经济的各个领域。目前，公司已成为云应用平台和大数据中台产品和服务的国内主要供应商。

2. 软件行业高速发展

我国软件行业处于高速成长期，发展空间广阔。当前，全球软件行业正处于成长期向成熟期转变的阶段，而我国的软件行业正处于高速发展的成长期。随着我国软件行业的逐渐成熟，软件及 IT 服务收入将持续提高，发展空间广阔。一方面，我国企业用户的 IT 需求已从基于信息系统的基础构建应用转变成基于自身业务发展构建应用，伴随着这种改变，连接应用软件和底层操作软件之间的软件基础平台产品呈现出旺盛的需求。此外，伴随经济转型、产业升级进程的不断深入，传统产业信息化需求将会不断激发，市场规模逐年提升。另一方面，由于人力资源成本的上涨，以及提高自身核心竞争力的双重压力，IT 应用软件和专业化服务的价值将更加凸显。

图表 3：2011-2018 年我国软件业务收入增长情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 4：2015-2019 年软件基础平台市场总体规模（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

信息化建设、数字化技术及项目的推进带动基础软件市场发展。2018 年国内软件基础平台（中间件）市场总体规模为 65.0 亿元，同比增长 9.6%。得益于政府、金融等行业信息化建设的提速，以及软件基础平台市场采购方式向服务化转变，近年来软件基础平台（中间件）市场保持稳定的增长态势。随着云计算、大数据、物联网等数字化技术普及以及政务大数据、智慧城市、企业上云等行业数字化热点项目的推进，催生出大量新的市场需求，促进了市场规模持续增长。据计世资讯《2018-2019 年软件基础设施（中间件）市场发展趋势研究报告》预计，2019 年国内软件基础平台市场总体规模将达到 72.4 亿元，同比增长 11.4%。

3.主要客户

公司主要客户分布于金融、政务、能源、电信、制造业、教育等行业领域，拥有工商银行、交通银行、国家开发银行、上海黄金交易所、中国移动、中国电信、中国联通、海关总署、上海市大数据中心、东方航空、华为、航天科工等行业大中型客户。2018 年，公司前五大客户分别为：上海黄金交易所、上海邮政、中国证券登记结算有限公司、海关总署、中国移动，前五大客户销售额占公司总销售额的比例为 23.88%。

图表 5：2018 年公司前五大客户（万元）

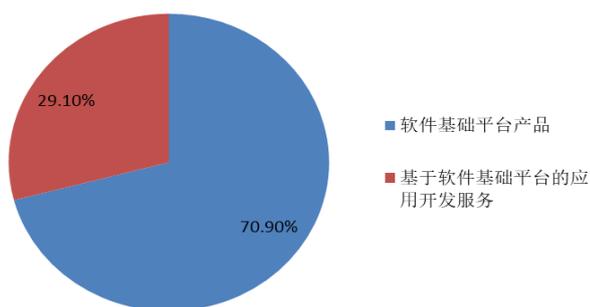
序号	客户名称	销售额	占比
1	上海黄金交易所	2,338.12	6.87%
2	中国邮政集团公司	1,600.87	4.71%
3	中国证券登记结算有限责任公司	1,507.05	4.43%
4	海关总署	1,354.00	3.98%
5	中国移动通信集团有限公司	1,324.83	3.89%
	合计	8,124.86	23.88%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

二、财务数据

2016-2018年,公司营业收入分别为3.15亿元、3.17亿元和3.40亿元,其中主营业务收入占比均为100.00%,均来源于软件基础平台产品和基于软件基础平台的应用开发服务。2018年,公司归母净利润达0.48亿,主要来源于主营业务经营所得。2019年前三季度公司实现营收1.79亿元,同比增长20.64%,归母净利润-0.02亿元。

图表6: 公司2018年各主营业务营收占比(%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表7: 2016年-2019年前三季度公司营收情况(亿元)

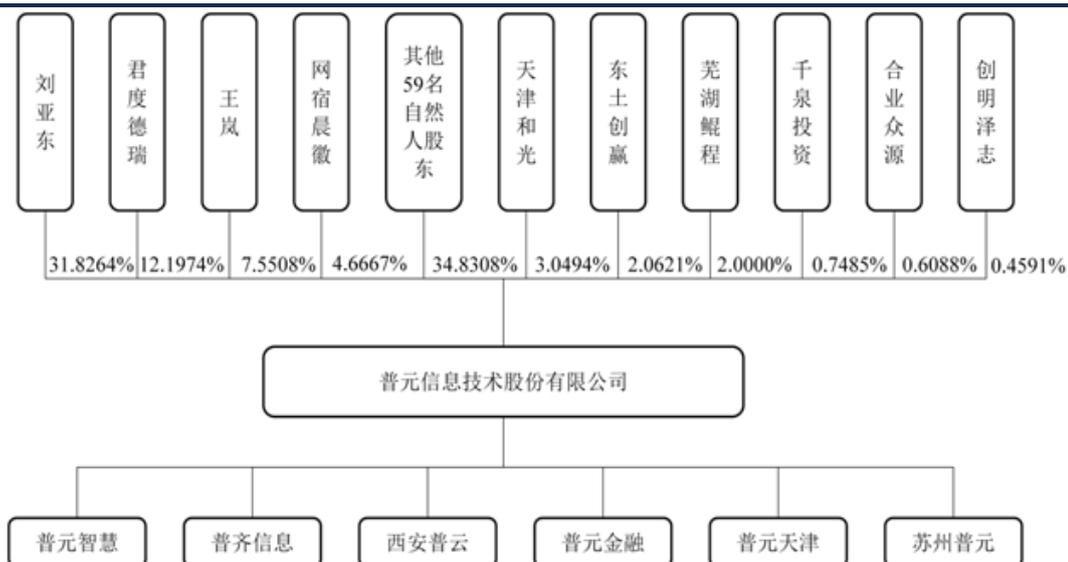


资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

三、股权结构及融资历程

公司的控股股东、实际控制人为自然人刘亚东,其直接持有公司2,277.18万股,并通过千泉投资、合业众源、创明泽志间接持有公司22.8689万股股份,合计持有2,300.0491万股,持股比例为32.15%。

图表8: 公司股权结构



资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

公司融资历程如下所示：

图表 9：公司成立以来历次增资情况

时间	股本变动明细
2001年7月有限公司设立	公司前身为普元有限系由普元软件技术（上海）有限公司。
2010年4月有限公司整体变更	按1:0.51比例折股，有限公司整体变更为股份有限公司。
2019年4月有限公司增资	由网宿晨微、芜湖鲲鹏认缴，投资款合计人民币5000万元，其中新增注册资本478万元。

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司本次公开发行股票不超过 2385 万股，不超过发行后总股本的 25%，拟使用募集资金总额 3.3 亿元。本次募投将用于：1) 云应用平台研发升级项目；2) 大数据中台研发升级项目；3) 研发技术中心升级项目。

图表 10：公司募集资金金额及投向（万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	云应用平台研发升级项目	14,902.12	14,902.12
2	大数据中台研发升级项目	12,113.26	12,113.26
3	研发技术中心升级项目	6,413.36	6,413.36
合计		33,428.74	33,428.74

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、对标公司分析及同类公司估值

公司所属行业为基础软件行业，A 股已上市公司中，与公司业务具有可比性的公司主要包括宝兰德、用友网络、东软集团和东方通。

宝兰德成立于 2008 年，主营业务为基础软件中的中间件软件产品以及云管理平台软件、应用性能管理软件等智能运维产品的研发和销售，并提供配套专业技术服务。

用友网络是是领先的综合型、融合化、生态式的企业服务提供商，致力于服务中国及全球企业与公共组织的数字化转型与智能化发展，推动企业服务产业变革。基于移动互联网、云计算、大数据、社交等先进技术，用友 UAP 私有云平台是中国大型企业和公共组织应用最广泛的企业计算平台，畅捷通公有云平台在小微企业和各类企业公共应用服务中得到运用。

东软集团于 1996 年上市，是中国第一个上市的软件公司，也是最先通过 CMM5 和 CMMI (V1.2)5 级认证的中国软件公司。东软是一家以软件技术为核心，通过软件与服务的结合，软件与制造的结合，技术与行业管理能力的结合，提供行业解决方案和产品工程解决方案以及相关软件产品、平台及服务的公司，拥有电信、能源、金融、政府、制造业、商贸流通业、医疗卫生、教育与文化、交通、移动互联网、传媒、环保等多领域的客户。

东方通成立于 1997 年，是国内领先的基础软件和信息安全解决方案提供商。从事中间件产品的研发、销售和相关技术服务，先后开发了交易中间件 TongEASY、消息中间件 TongLINK/Q、应用服务器 TongWeb 等系列产品。作为国产中间件的开拓者和领导

者，东方通中间件、信息安全软件等软件产品及解决方案在国内数千个行业业务中被广泛应用，拥有 2000 多家金融、通信、政府、能源、交通等企业级用户和 500 多家合作伙伴。

2016 年-2018 年，公司与同行业可比公司综合毛利率水平存在差异，主要因同行业可比公司收入结构不同。此外，公司研发费用率、管理费用率低于同行业可比公司平均水平，但销售费用率高于同行业可比公司平均水平，这主要由于公司业务模式、业务结构、下游客户覆盖行业广、收入集中度显著低于同期同行业可比公司等诸多因素构成。

图表 11：2018 年公司与可比公司主要财务比率比较情况（%）

公司名称	毛利率	研发费用占营业收入比例	销售费用率	管理费用率
宝兰德	83.52%	17.97%	21.34%	7.04%
东方通	94.98%	18.91%	15.28%	16.99%
均值	85.20%	18.44%	18.31%	12.02%
普元信息	60.84%	13.63%	27.89%	6.20%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

对标公司估值：公司处于基础软件行业，同行业主要上市公司有宝兰德和东方通等。截止 2019 年 11 月 15 日，公司同行业上市公司的平均 PE（TTM）为 63.1 倍。

图表 12：主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 11 月 15 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300379.SZ	东方通	中国	39.35	109	0.53	0.62	1.22	73.59	63.1	32.2
688058.SH	宝兰德	中国	86.63	35	1.38	1.38	1.52	62.77	63.0	56.8
	平均值							68.2		

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

五、公司估值及询价建议

1. 假设条件

1) 软件基础平台业务：该业务是中间件经过不断演进扩展后形成得一系列产品，公司针对客户不同的业务需求、整体 IT 架构提供定制实施服务。公司该业务分为：1) 标准产品，2) 维护服务，3) 平台定制，三个方向。2016-2018 年，公司软件基础平台业务收入分别为 23,883.90 万元、22,796.45 万元和 24,119.53 万元，增速分别为-4.55% 和 5.80%。随着软件国产化及企业信息化的不断推进，软件基础平台市场稳步增长，预计年复合增长率将达到 5%。我们预测公司软件基础平台业务 2019-2021 年收入增速分别为 20.9%、19.8%和 17.7%。

2) 基于软件基础平台的应用开发服务业务：2016 年-2018 年，公司应用开发收入稳步增长，分别为 7,653.16 万元、8,930.97 万元和 9,899.64 万元，增幅分别为 16.70% 和 10.85%。一方面，随着信息化管理程度的提升和业务的多样化，既有客户需要不断在软件基础平台之上开发和更新行业应用。公司作为软件基础平台提供商，对公司所

售软件基础平台产品具有深刻的理解和把握，在结合软件基础平台进行行业应用开发方面较之于纯应用开发服务供应商具备优势。另一方面，为降低采购成本和保证 IT 架构各层级间的软件适用性，新客户通常将软件基础平台与应用开发服务打包整体采购。随着软件产品累计销售数量的增加，存量客户数量增加，带动行业应用开发服务的需求增加。我们预测公司基于软件基础平台的应用开发服务业务 2019-2021 年收入增速分别为 20%、18%和 15%。

3) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司上市后规模的扩张增速有所加快，费用率小幅上升；

4) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素保持稳定。

5) 公司本次发行股份数量为 12140 万股（不考虑超额配售选择权）。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营收分别为 4.11 亿元、4.90 亿元、5.73 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 0.54 亿元、0.65 亿元、0.77 亿元。

2. 公司估值及询价建议

我们先用相对估值和绝对估值两种方法来分别计算公司的合理估值水平。

(1) 相对估值 (PE)

根据普元信息所处行业的发展状况，公司的发展阶段及盈利水平，我们采取 PE 相对估值法对公司进行估值。鉴于科创板的特点及定位，我们预计公司上市之初具有充沛的流动性，因此我们选取 A 股基础软件行业相关公司：东方通、用友网络、宝兰德等可比公司作为对比。目前，可比上市公司股价对应 2019 年 PE 平均值为 63.1 倍，故普元信息 PE 应得的合理估值为 37.86 元/股（IPO 摊薄后）。

图表 13 可比公司估值（截止 2019 年 11 月 15 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB 亿元)	TTM	EPS		PE		
						2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300379.SZ	东方通	中国	39.35	109	0.53	0.62	1.22	73.6	63.1	32.2
688058.SH	宝兰德	中国	86.63	35	1.38	1.38	1.52	62.77	63.0	56.8
-----									63.1	
平均值									63.1	

注：货币单位除了总市值以外，其他为原始货币单位。

资料来源：Wind，公司招股说明书

(2) 现金流折现法 (DCF)

我们采用现金流折现法 (DCF) 测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：假设公司 Beta 系数为 0.94、目标权益比为 100%，无风险利率为 3.11%，WACC（加权平均资本成本）为 9%，永续增长率为 3%。

图表 14: DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.11%
Beta (考虑杠杆)	0.94
WACC	9%
股权比例	100%
永续增长率	3%
每股价值	20.43

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 20.43 元/股。对应 2019 年 PE 为 34.02 倍, 对应市值为 18.52 亿元。

考虑到科创板目前关注度较高, 市场交易频繁, 且已上市科创板企业估值长期维持较高水平。同时, 公司作为新兴自主可控企业, 在基础软件领域拥有较高的技术壁垒和较强的竞争力, 应该具备一定的估值优势。不过, 未来随着基础软件行业逐步趋于成熟, 公司可能面临行业竞争加剧的风险。综合考虑以上因素, 我们审慎地采用相对估值法与绝对估值法估值结果平均值作为公司的合理估值根据, 即公司的合理市值为 26.22 亿元 (IPO 摊薄后), 对应股价为 29.14 元/股, 对应 2019 年 PE 为 48.56 倍, 建议询价区间为 [25.34, 32.94] 元/股。

六、风险提示

风险主要包括: 行业景气度不及预期; 下游需求不及预期; 技术更新换代的风险; 市场系统性风险。



图表 15: 公司盈利预测

资产负债表					利润表(百万元)				
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产:					营业收入	340	411	490	573
货币资金	187	527	549	586	营业成本	133	161	195	230
应收款	168	200	231	263	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	21	23	24	26	销售费用	95	116	137	160
其他流动资产	4	4	4	4	管理费用	21	26	30	34
流动资产合计	379	750	805	874	财务费用	-3	-6	-9	-9
非流动资产:					费用合计	113	136	159	185
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	6	7	8	10
固定资产+在建工程	10	11	12	13	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	1	11	19	25	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	3	3	3	3	营业利润	51	58	70	83
非流动资产合计	14	26	34	41	加: 营业外收入	1	1	1	1
资产总计	393	775	839	915	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	53	60	71	84
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	5	5	6	7
应付账款、票据	28	36	46	58	净利润	48	54	65	77
其他流动负债	86	86	86	86	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	114	122	132	144	归母净利润	48	54	65	77
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	0	0	0					
非流动负债合计	1	0	0	0					
负债合计	115	122	132	144					
所有者权益									
股本	67	91	91	91					
资本公积金	71	381	381	381					
未分配利润	121	160	207	264					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	278	657	711	775					
负债和所有者权益	393	779	843	919					
现金流量表									
(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E					
净利润	48	54	65	77					
折旧与摊销	4	6	8	10					
财务费用	0	-6	-9	-9					
存货的减少	7	-3	-1	-1					
营运资本变化	-44	-24	-21	-20					
其他非现金部分	5	-1	0	0					
经营活动现金净流量	20	27	42	57					
投资活动现金净流量	-3	-17	-17	-17					
筹资活动现金净流量	-33	330	-2	-4					
现金流量净额	-16	340	23	36					

主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
成长性				
营业收入增长率	7.2%	20.7%	19.3%	17.0%
营业利润增长率	17.2%	13.6%	19.4%	18.8%
归母净利润增长率	13.4%	13.3%	19.0%	18.5%
总资产增长率	2.6%	97.1%	8.3%	9.0%
盈利能力				
毛利率	60.8%	60.8%	60.2%	59.8%
营业利润率	15.1%	14.2%	14.3%	14.5%
三项费用/营收	33.2%	33.2%	32.4%	32.3%
EBIT/销售收入	14.2%	14.5%	14.5%	14.7%
净利率	14.1%	13.3%	13.2%	13.4%
ROE	17.3%	8.3%	9.1%	9.9%
营运能力				
总资产周转率	86.5%	53.0%	58.3%	62.6%
资产结构				
资产负债率	29.3%	15.8%	15.8%	15.7%
现金流量质量				
经营净现金流/净利润	0.41	0.49	0.65	0.74
每股数据 (元/股)				
每股收益	0.72	0.60	0.71	0.85
每股净资产	4.16	7.25	7.85	8.55

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%—(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>