

传媒

昆仑万维 (300418)
买入

互联网

重大事件快评

(维持评级)

2018年07月03日

子公司 Opera 上市在即，内容分发业务开花结果

证券分析师: 张衡 021-60875160 zhangheng2@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517060002
联系人: 董博雄 010-88005318 dongboxiong@guosen.com.cn

事项:

美国时间6月29日，昆仑万维持股48%子公司Opera向美国证券交易所递交上市申请，计划在纳斯达克证券市场挂牌交易，募资不超过1.15亿美元，股票代码为OPRA。比特大陆和IDG资本将参与私募配售。

评论:

Opera 系昆仑万维成为全球泛娱乐集团愿景中的关键一环。昆仑万维经对Opera历次股权增持后，当前持有Opera 48%股权，为Opera 第一大股东。昆仑万维自2016年携财团对Opera完成收购后，积极扶持Opera海外业务开展，其海外平台属性成为助力昆仑万维搭建全球化社交媒体及内容架构的关键因素；信息流广告业务打造内容分发全新盈利模式，有望成为昆仑万维互联网业务模式升级的核心驱动力。未来随着Opera在海外先发优势下逐步拓展社交、社区、视频、音乐、游戏等多元化业务，昆仑万维有望持续享受海外发展中国家发展红利。

Opera 浏览器业务全球居前，新业务模式协同发展。Opera是全球领先的浏览器提供商之一，也是集成式人工智能驱动的数字内容发现和推荐平台领域的重要参与者。凭借其在核心性能和功能方面的创新以及成熟、长期的全球品牌，Opera在南亚、东南亚和非洲的移动浏览器领域处于领先地位，在欧洲的PC浏览器领域影响力巨大，PC端70%用户来自欧洲；内容平台Opera News增长势头迅猛，2017Q1-2018Q1期间MAU从910万人激增至9020万人，年增速达10倍；用户日均在线时长约32分钟，企业业务模式实现优化拓展。

盈利能力显著提升，业绩迅速转亏为盈。2017Q1/2018Q1 Opera 净利润分别为-16.8万/661.9万美元，净利率分别为-0.66%/16.78%。2017年，Opera营业收入为1.29亿美元，较2016年1.07亿美元，同比增长20%；2016年公司净亏损1274万美元，2017年迅速转亏为盈，并实现了606万美元的净利润。2018Q1，Opera营业收入为3945万美元，YOY为55%；净利润661.9万美元，YOY为4040%；Opera在2018年第一季度业绩得到大幅提升的主要原因系独立应用Opera News顺利推出，增加信息流广告业务盈利模式。

用户基础雄厚叠加信息流广告持续发展，增强企业变现能力。2016年，信息流广告市场规模增速高达90%。根据艾瑞，未来两年，信息流广告的增速将继续超过50%。信息流广告迅速发展，搜索与新闻类信息流广告市场规模优势明显，用户接受程度较高，变现能力较强。公司凭借用户规模和份额优势，在原Opera浏览器产品上新增新闻资讯的精准推送功能，从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等延伸至信息流广告变现。公司全方位布局搜索引擎与社交新闻业务，广阔的用户基础叠加信息流广告的强大变现力，未来收益可观。

投资建议:我们预计昆仑万维18/19/20年EPS为0.93/1.07/1.22元（不考虑趣店投资收益及闲徕互娱剩余股权注入可能），当前股价仅对应同期20/18/15倍PE。公司持有opera 48%股权，当前Opera在非洲、印度、俄语地区市占率领先，自开展信息流广告业务以来盈利能力快速提高，将享受发展中国家发展与变现方式进化双红利叠加，商业化前景广阔，赴美上市后股价有望迎来亮眼表现，若考虑opera市值贡献，公司股价存在较大向上空间，继续维持“买入”评级。

风险提示:平台商业化不及预期、市场竞争加剧、知识产权、政策监管等风险。

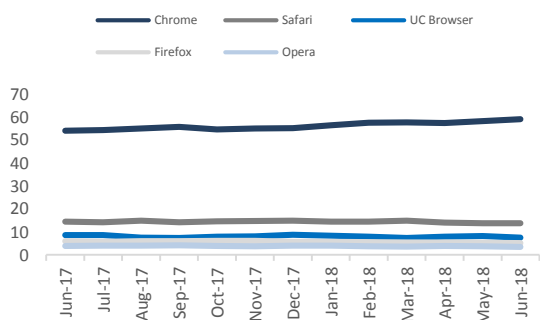
公司概况

1. 浏览器业务全球居前，新业务模式协同发展

浏览器业务稳扎稳打，市场份额稳定发展。Opera AS 是一家根据挪威法律成立的公司，主营业务为 PC 端及 Android 移动端浏览器业务，拥有全球知名的浏览器产品 (Opera) 和庞大的用户群体以及成熟的互联网广告平台，掌握了多项浏览器关键核心技术。Opera 桌面浏览器用户不断上涨，2017 年超 6000 万人，增长超 20%，为其以搜索和电商为主要变现方式的商业模式奠定了坚实的用户基础；在增长更为迅速的移动浏览器市场，Opera 为全球接近 10% 的移动互联网用户提供上网入口，是全球最大的独立移动浏览器应用之一，通过 Opera 浏览器和 Opera 其他应用，公司将全球近 3.5 亿的互联网用户与其最喜爱的内容与服务相连接。

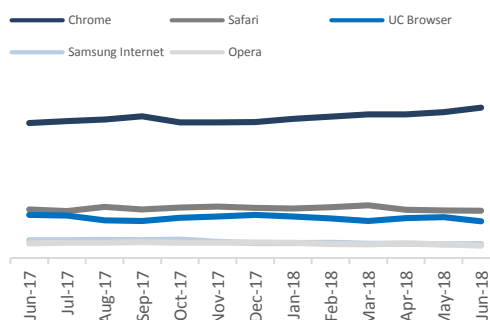
Opera 全球市占率居前，非洲市场表现突出。2018 年 6 月，Opera 在全球浏览器市场份额中排名第五，为 3.49%，仅次于 Chrome、Safari、UC Browser 和 Firefox。在公司大力发展手机移动游戏业务的背景下，Opera 移动浏览器市场表现产生了积极的协同作用。2018 年 6 月，Opera 在全球浏览器市场份额中排名第五，为 4.55%，仅次于 Chrome、Safari、UC Browser 和 Samsung Internet。从区域来看，Opera 在非洲市场表现突出，2018 年 6 月 Opera 在非洲移动端市场份额中排名第二，为 22.50%，仅次于 Chrome 的 51.92%。另外，其在南美洲、亚洲市场也表现不俗，2018 年 6 月 Opera 在南美洲移动端市场份额中排名第 5，为 1.46%，高于 UC 浏览器 1.27%；Opera 在亚洲移动端市场份额排名第四，为 5.47%。

图 1: 浏览器全球市场份额 (%)



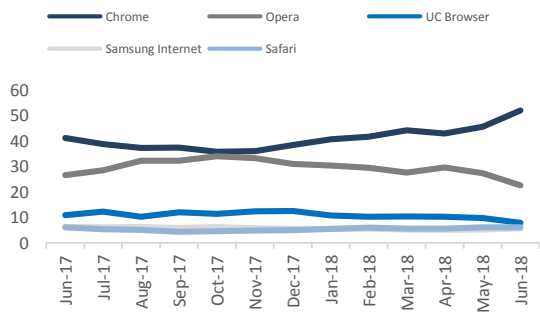
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 2: 移动端浏览器全球市场份额 (%)



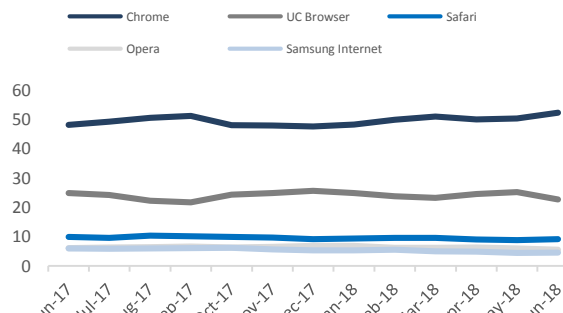
资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 3: 移动浏览器非洲市场份额



资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

图 4: 移动浏览器亚洲市场份额 (%)

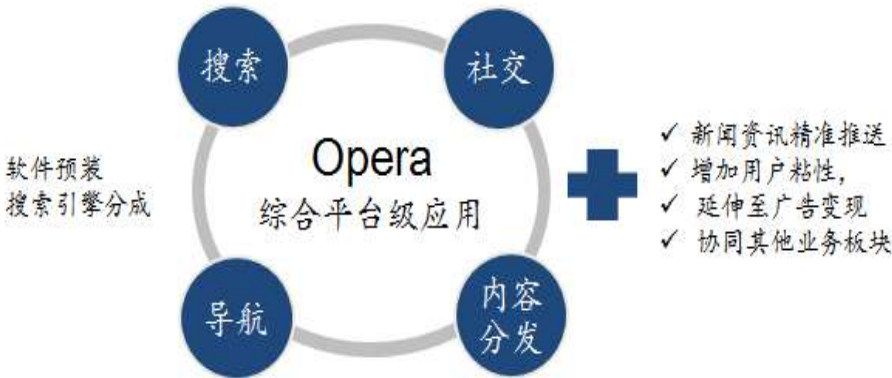


资料来源: statcounter, 国信证券经济研究所整理

新业务模式拓展，丰富企业产品结构。Opera News 是一款基于人工智能和大数据集数的个性化内容平台，聚焦人

工智能、大数据和社交信息分析聚合领域，利用机器学习实现精准匹配，建立集搜索导航、内容分发、社交为一体的综合平台级应用，为数千万接入用户提供完全个人化的信息服务。搭载新闻资讯精准推送功能，增加了浏览器用户的使用频次和粘性。这项服务已通过浏览器和独立应用，在美国、印度、俄罗斯、南非等地上线。凭借 Opera 浏览器在海外的品牌优势及其 3.5 亿月活用户基础，Opera News 增长势头迅猛，仅一年月活跃用户达 8780 万。公司商业模式也从原来的导航、搜索引擎分成、软件预装等，延伸至广告变现。在此基础上，后续陆续上线视频等内容，力争打造全球化、多语种、基于 AI 引擎的内容分发平台，与公司其他业务板块产生协同效应，带来新的利润增长点。2018 年 1 月，Opera 推出了独立的 Opera News APP。

图 5: Opera 商业模式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2. 用户基础雄厚，信息流广告发展强化企业变现能力

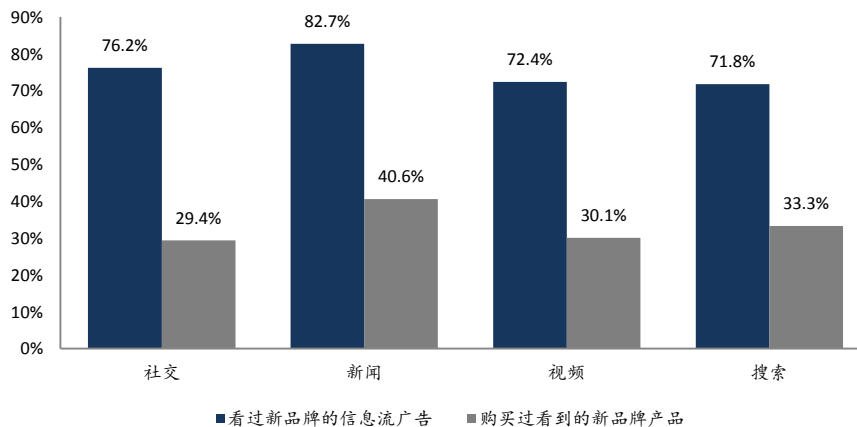
互联网用户基础坚实，变现能力强：对标今日头条，Opera 广告变现潜力巨大。今日头条在 2017 年 11 月的月活用户 (MAU) 为 1.83 亿人，单月使用次数为 280.6 亿次，CPM 约为 45 元/千人次，则单月收入为 280.59 亿*45 元/千人次=12.6 亿元/月，2017 年收入预计为 151.5 亿元 (12.6 亿/月*12 月)。Opera 的 MAU 为 3.2 亿人，以同样为浏览器 App 的 UC 为参考，UC2017 年 MAU 为 2.63 亿人，月使用次数为 240.6 亿次，得平均每月每人使用次数为 91.3 次/人/月 (240.57 亿次/2.63 亿人)。相同转化率下，可得 Opera 月使用次数为 292.16 亿次 (3.2 亿人*91.3 次/人/月)，考虑到浏览器用户当前大部分作为工具使用，假设五分之一到三分之一的时间是使用浏览器的信息流服务，那么单个浏览器用户每月在信息流使用次数上约为 91.3*1/5-91.3*1/3 次，即为 18.3-30.4 次，则月信息流服务次数总数为 58.6 亿次-97.3 亿次，参照当前今日头条的 CPM 计算得到月收入为 2.64 亿-4.38 亿元，年收入潜力有望达到 31.7 亿-52.6 亿元。

表 1: Opera 收入测算及敏感性分析

2017 年	UC	今日头条	Opera	备注
MAU (万人)	26349.4	18333.1	35000	
月使用次数 (亿次/月)	240.6	280.6	292.2	按照月活与 UC 的每人使用次数计算
月每人使用次数 (次/人)	91.3	153.0	91.30	月每人使用次数参考 UC
<i>敏感性分析</i>			信息流服务低	信息流服务高
<i>信息流服务比例</i>			1/5	1/3
<i>月每人信息流服务使用次数</i>			18.3	30.4
<i>月信息流服务次数总数 (亿次/月)</i>			58.6	97.3
CPM (元/千人次)		45.0	45.0	CPM 参考今日头条
月收入 (亿元)		12.63	2.64	4.38
年收入 (亿元)		151.52	31.7	52.6

资料来源: 国信证券经济研究所预测

信息流广告业务迅速发展, Opera 有望享受海外互联网用户流量变现红利。从信息流广告的社交、搜索、视频、新闻等各大媒体平台上的表现来看, 因其更易与新闻资讯类产品形式融合, 所以用户对新闻类信息流广告接受程度最高; 其次是社交类的信息流广告接受度在 24.5%。此外, 信息流广告会进一步与新兴技术融合, AI、AR、VR 都拥有和信息流广告结合的优势条件。Opera 可以其沉淀的海外用户为基础, 充分享受信息流广告行业海外人口红利, 商业化前景可期。

图 6: 2017 年中国各媒体平台上广告有效用户


资料来源: 艾瑞, 国信证券经济研究所整理

经营概况

1. 股权结构

昆仑万维为 Opera 第一大股东。截至招股书递交日, 昆仑万维持股 48%, 为 Opera 第一大股东; 其次是奇飞国际, 持股 23.4%; Keeneyes Future Holding Inc 排在第三, 持股 19.5%。

表 2: Opera 股权结构

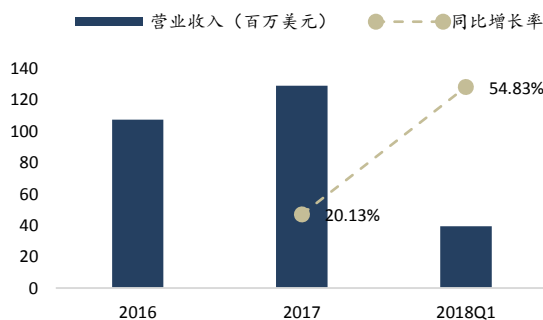
股东	持股数量	持股比例
昆仑万维	96,000,000	48.0%
Keeneyes Future Holding Inc	39,000,000	19.5%
奇飞国际	46,750,000	23.4%
其他股东	18,250,000	9.1%

资料来源: Opera, 国信证券经济研究所整理

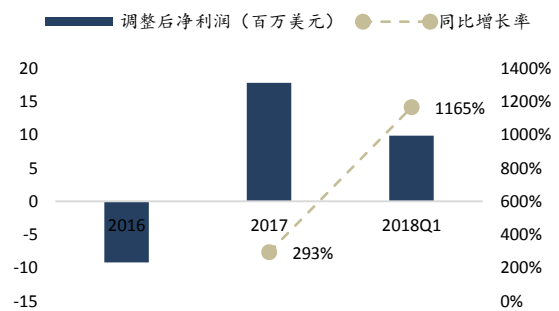
2. 业绩表现

营收增长显著, 业绩扭亏为盈。 2017Q1 及 2018Q1, Opera 净利润分别为-16.8 万美元、661.9 万美元, 经调整后的净利润分别为 78 万美元、987.0 万美元, 净利率分别为 3.06%、25.02%。2018Q1, Opera 营业收入为 0.39 亿美元, 较 2017Q1 的 0.25 亿美元同比增长 54.83%, 各类业务都得到持续扩大。

2016-2017 年, Opera 净利润分别为-1274.4 万美元、606.4 万美元, 经调整后的净利润分别为-922.6 万美元、1779.6 万美元, 净利率分别为-8.60%、13.81%, 扭亏为盈。2017 年, Opera 营业收入为 1.29 亿美元, 较 2016 年 1.07 亿美元同比增长 20.13%, 增长显著, 主要得益于搜索与广告业务贡献业绩增长。

图 7: 2016-2018Q1 公司主营业务收入及增速


资料来源: Opera, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2016-2018Q1 公司调整后净利润及增速


资料来源: Opera, 国信证券经济研究所整理

3. 运营数据

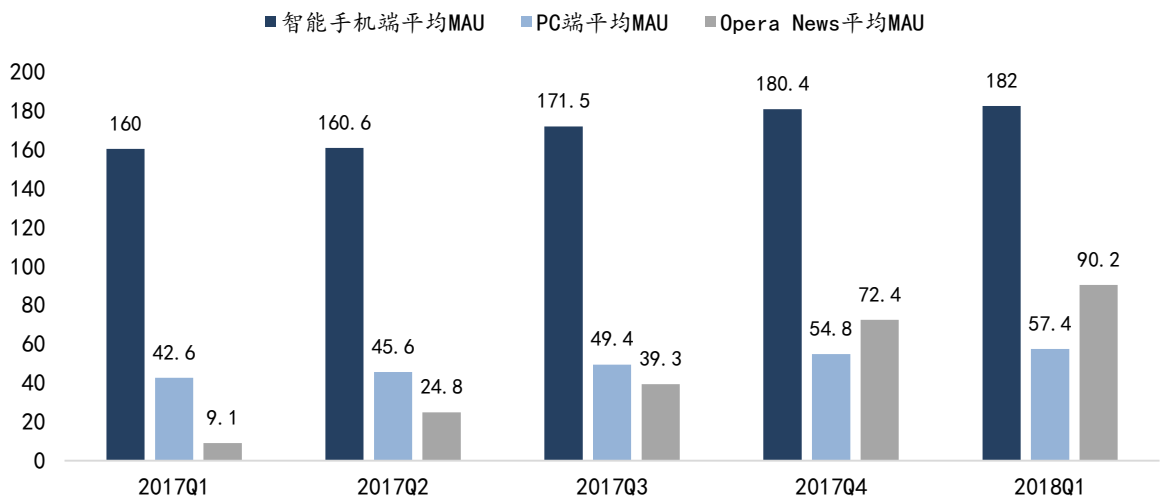
MAU: 2018Q1, Opera 全球平均月活用户数高达 3.22 亿。其中智能手机用户 1.82 亿, 同比增长 13.75%, 环比增长 0.89%; PC 端用户 0.57 亿, 同比增长 34.74%, 环比增长 4.74%。Opera News 月活用户数 0.90 亿, 同比增长 891.21%, 环比增长 24.59%, 增速显著。Opera News APP 在 2018 年 3 月的月活用户数达 340 万, 相比 2018 年 1 月刚发布时的 80 万增加了 260 万。

日均使用时长: 2018Q1, Opera News 用户在 AIRE 支持的浏览器上日均在线时长 32 分钟, 相比 2016Q1 的 23 分钟增加 39.1%, 说明 Opera News 发展迅猛, 客户粘性在不断提高。

APP 下载量: 2018 年 1 月, 公司推出 Opera News APP, 4 周之内下载量突破 100 万, 且排在 Google Play Store 尼日利亚、坦桑尼亚、肯尼亚和加纳地区的下载量第一位。

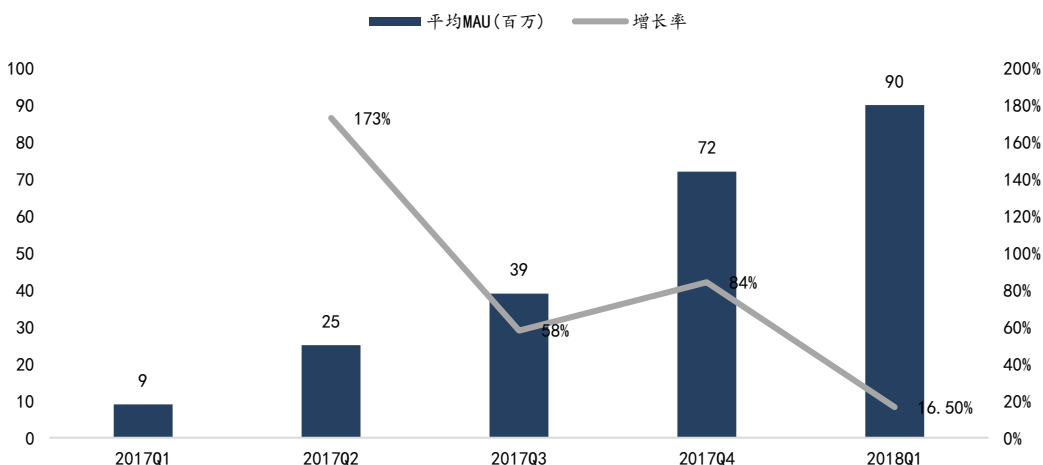
公众关注情况: 截至 2018 年 3 月底, 公司在 Twitter 和 Facebook 等社交媒体渠道中拥有 1640 万的关注者。2017 年, 全球独立媒体发布有关 Opera 浏览器的新闻文章 2.96 万篇。

图 9: Opera 各板块月活用户情况 (百万人)



资料来源: Opera, 国信证券经济研究所整理

图 10: Opera News 平均月活用户情况



资料来源: Opera, 国信证券经济研究所整理

4. 资金募集用途

公司此次募集资金将主要应用于以下四个方面:

- (1) 继续加强公司的 AI 驱动的内容发现和推荐平台以及整体产品组合的研发;
- (2) 分销和营销, 以进一步提高所有市场的品牌知名度, 并吸引新用户加入我们的产品;
- (3) 寻求战略合作伙伴关系、投资和收购机会, 但目前尚未确定任何潜在目标;
- (4) 其余部分用作营运资金和其他一般企业用途。

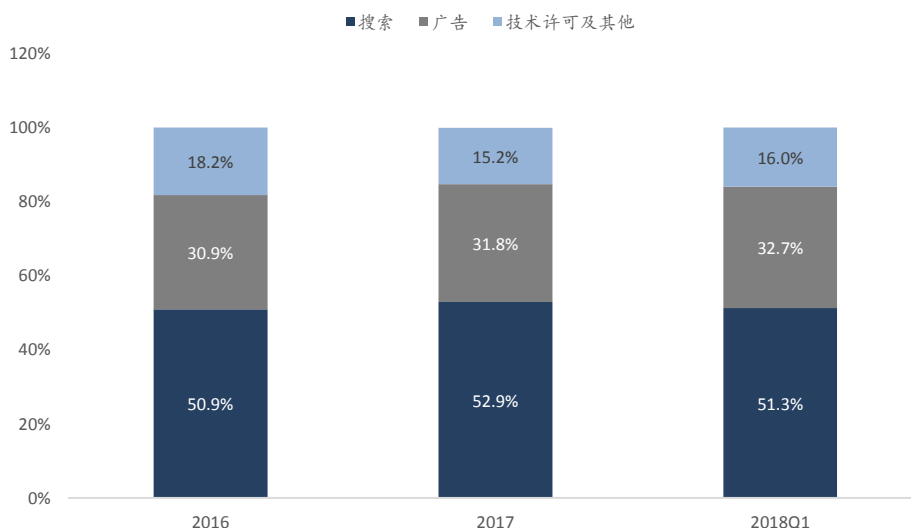
收入及成本结构拆分

1. 收入结构

搜索业务为主要收入来源，业绩增长迅速。2018Q1，公司搜索业务营收 0.20 亿美元，较 2017Q1 的 0.15 亿美元同比增长 31.3%，主因系公司用户的增长导致更多的搜索查询，以及公司搜索合作伙伴提高盈利后每次合格搜索的平均收入增加所致。广告业务营收 0.13 亿美元，较 2017Q1 的 0.07 亿美元同比增长 79.2%，主因系 2017 年公司在移动浏览器中引入了 Opera News 服务，开辟了额外的广告库存并支持更长的会话时间，导致了行业标准移动广告单元的收入快速增长。此外，PC 端用户群的高 ARPU 市场增长以及公司与电子商务合作伙伴更紧密的合作提高转换率等，也是广告收入整体增长有利因素。版权许可及其他业务营收 0.06 亿美元，较 2017Q1 的 0.03 亿美元同比增长 119.6%，增长显著，这是此类收入在季节水平有所变化所致。

2016-2017 年，公司搜索业务营收分别为 0.55 亿美元、0.68 亿美元，占总营收比重分别为 50.9%、52.9%，广告业务营收分别为 0.33 亿美元、0.41 亿美元，占总营收比重分别为 30.9%、31.8%，二者为公司的主要收入来源。2017 年，二者同比增速都超过 20%，持续高速发展中。

图 11：2016-2018Q1 公司营收结构

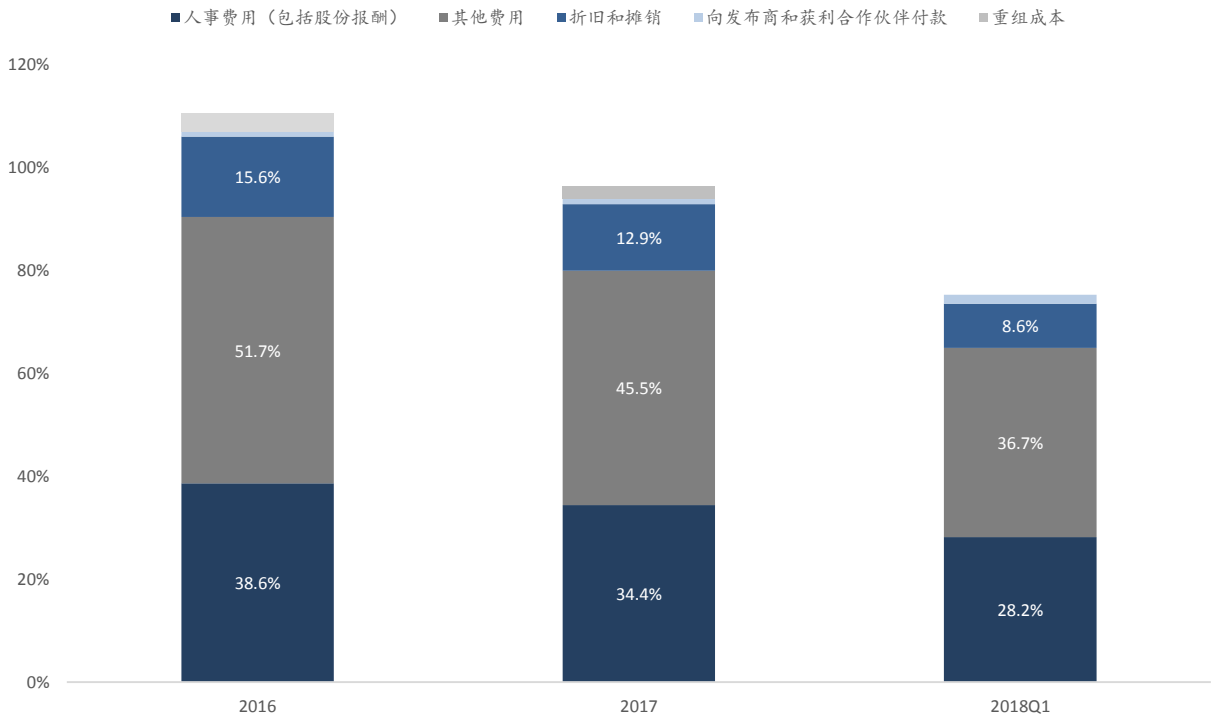


资料来源：Opera，国信证券经济研究所整理

2. 成本结构

用户增长和业务发展拉动成本上升。Opera 成本由五个部分构成，1) 向发布商和获利合作伙伴付款：2017 年，公司向发布商和获利合作伙伴付款成本为 130.3 万美元，相比于 2016 年的 110.7 万美元同比增长 17.71%，由于业务的预期增长以及内容货币化的增加，本类成本会继续扩大。2) 人事费用（包括股份报酬）：2017 年公司人事费用（包括股份报酬）为 4431.5 万美元，相比于 2016 年 4146.5 万美元同比增长 6.87%，由于 2016 年末及 2017 年初公司进行重组，抵消了在招聘额外产品开发人员方面的部分投资成本。3) 折旧和摊销成本：2017 年公司折旧和摊销费用为 1660.4 万美元，相比于 2016 年的 1671.2 万美元同比降低 0.65%，该项成本主要与设备以及包括技术和客户关系在内的无形资产有关。4) 其他费用（主要包括营销及分销开支，托管费用，专业咨询服务费，软件许可证费用，租金和其他办公费用以及差旅费用）：2017 年，公司其他费用为 5865.2 万美元，相比于 2016 年的 5541.8 万美元同比增长 5.84%，主因系托管费用增加所致。5) 重组成本（包括向前雇员支付遣散费、减少办公空间以及一些相关的法律费用）：2017 年公司重组成本为 324.0 万美元，相比于 2016 年的 391.1 万美元同比减少 17.16%。

图 12: 2016-2018Q1公司成本结构



资料来源: Opera招股书, 国信证券经济研究所整理

公司其他亮点

1) 致力于创新产品开发, 不断升级用户体验

Opera 是浏览器领域公认的创新者, 率先推出了当今浏览器中常见的许多功能。Opera 的 PC 浏览器是第一款包含标签浏览、网页搜索、快速拨号按钮和数据压缩的浏览器, 近期, 也最先提供了隐私保护浏览器 VPN、原生广告拦截和嵌入式聊天功能。Opera 的移动浏览器支持更快的互联网访问, 并在任何移动设备 (包括低端功能手机和高端智能手机) 消费更少的数据。2018 年 1 月, 公司推出独立的 Opera News APP, 以进一步满足用户对更多定制体验的需求, 并补充公司现有的浏览器产品。公司一直致力于提供创新便捷的产品以更好的服务客户。

2) 多年合作经验, 获利模式成熟可靠

公司深耕行业二十余年, 与众多合作伙伴都进行了优质的密切合作。公司主要从搜索合作伙伴和广告客户中获取收入以支付公司为其带来的在线流量。受益于独立浏览器开发的灵活性, 公司能够释放出更多的机会和价值来为广告客户引入流量。通过突出显示的快捷方式, 公司可以将流量引导至全球和本地合作伙伴网站以及各类服务上, 包括 Booking.com, Amazon, AliExpress 和 eBay 等电子商务巨头以及 Flipkart, Tokopedia, Lazada 等强大的本土品牌。此外, 公司基于人工智能的个性化新闻和内容发现能够为广告客户提供精准营销, 也吸引了 Facebook 等第三方网络领先的数字媒体平台与公司进行资源整合, 实现互利。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	2034	1813	2092	2375
应收款项	597	404	470	533
存货净额	0	110	133	151
其他流动资产	378	428	498	324
流动资产合计	3008	2755	3193	3383
固定资产	23	33	44	52
无形资产及其他	31	30	29	28
投资性房地产	7667	7667	7667	7667
长期股权投资	1332	1775	2000	2224
资产总计	12061	12260	12932	13353
短期借款及交易性金融负债	1144	792	973	970
应付款项	242	358	425	482
其他流动负债	668	864	1012	1147
流动负债合计	2054	2015	2409	2598
长期借款及应付债券	963	963	963	963
其他长期负债	182	241	314	315
长期负债合计	1145	1204	1276	1278
负债合计	3199	3219	3686	3876
少数股东权益	153	153	153	153
股东权益	8710	8883	9082	9309
负债和股东权益总计	12061	12255	12921	13338

关键财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.87	0.93	1.07	1.22
每股红利	0.73	0.78	0.90	1.02
每股净资产	7.56	7.71	7.88	8.08
ROIC	16%	10%	12%	14%
ROE	11%	12%	14%	15%
毛利率	80%	59%	58%	58%
EBIT Margin	32%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	33%	20%	20%	20%
收入增长	42%	43%	16%	13%
净利润增长率	88%	7%	15%	14%
资产负债率	28%	28%	30%	30%
息率	3.3%	3.5%	4.0%	4.6%
P/E	26.3	20.3	17.6	15.5
P/B	3.0	2.6	2.5	2.5
EV/EBITDA	18.1	29.3	26.1	23.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	3436	4916	5724	6486
营业成本	695	2012	2425	2745
营业税金及附加	11	12	11	16
销售费用	954	1180	1316	1492
管理费用	667	739	860	974
财务费用	96	96	96	96
投资收益	444	236	265	293
资产减值及公允价值变动	(32)	0	0	0
其他收入	37	0	0	0
营业利润	1463	1113	1280	1456
营业外净收支	2	2	2	2
利润总额	1465	1115	1282	1458
所得税费用	46	41	47	54
少数股东损益	420	0	0	0
归属于母公司净利润	999	1073	1234	1404

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	999	1073	1234	1404
资产减值准备	(47)	9	9	10
折旧摊销	17	13	14	14
公允价值变动损失	32	0	0	0
财务费用	96	96	96	96
营运资本变动	(5179)	414	135	297
其它	115	(9)	(9)	(10)
经营活动现金流	(4064)	1501	1384	1714
资本开支	72	(25)	(27)	(27)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	67	(469)	(251)	(251)
权益性融资	602	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(837)	(900)	(1035)	(1177)
其它融资现金流	6026	(353)	181	(3)
融资活动现金流	4954	(1253)	(854)	(1180)
现金净变动	957	(221)	279	283
货币资金的期初余额	1076	2034	1813	2092
货币资金的期末余额	2034	1813	2092	2375
企业自由现金流	(4015)	1345	1198	1503
权益自由现金流	2011	992	1380	1499

相关研究报告

- 《昆仑万维-300418-2018 年一季报点评：Grindr 实现全资控股，Opera 进一步增持》 ——2018-05-07
- 《昆仑万维-300418-2017 年年报点评：积产品矩阵之厚重，击内容社交平台之长空》 ——2018-04-23
- 《昆仑万维-300418-被低估的社交与内容分发平台，优秀的独角兽孵化平台》 ——2018-03-23
- 《昆仑万维-300418-重大事件快评：收购 OperaAS 部分股权，内容分发平台战略更进一步》 ——2018-02-22
- 《昆仑万维-300418-重大事件快评：近期事项跟踪点评：股东减持不改长期成长逻辑，社交平台持续推进》 ——2018-01-12

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编: 100032