

## 上海钢联 (300226.SZ) / 计算机

## 上海钢联对比分析 2: 普氏能源崛起启示录

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 76.2 元

分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

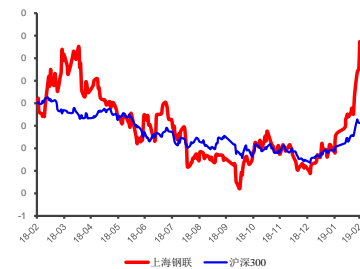
分析师: 陈倩卉

执业证书编号: S0740518060002

Email: chenqh@r.qizq.com.cn

**基本状况**

|           |          |
|-----------|----------|
| 总股本(百万股)  | 159.14   |
| 流通股本(百万股) | 151.76   |
| 市价(元)     | 76.2     |
| 市值(百万元)   | 12126.46 |
| 流通市值(百万元) | 11564.11 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2016A   | 2017A   | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
|-----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 41279.0 | 73697.1 | 95994.6 | 122914.3 | 153714.8 |
| 增长率 yoy%  | 93.3%   | 78.5%   | 30.3%   | 28.0%    | 25.1%    |
| 净利润       | 22.1    | 48.2    | 119.8   | 229.1    | 346.3    |
| 增长率 yoy%  | -108.8% | 118.0%  | 148.7%  | 91.2%    | 51.2%    |
| 每股收益(元)   | 0.14    | 0.30    | 0.75    | 1.44     | 2.17     |
| 每股现金流量    | -1.04   | 2.24    | 3.16    | 3.53     | 5.48     |
| 净资产收益率    | 4.4%    | 5.8%    | 12.7%   | 19.5%    | 22.8%    |
| P/E       | 529.1   | 242.8   | 97.7    | 51.1     | 33.8     |
| PEG       | 4.4     | 2.6     | -0.6    | 0.4      | 0.4      |
| P/B       | 23.4    | 14.2    | 12.4    | 10.0     | 7.7      |

备注:

**投资要点**

- 普氏能源, 是一家成立逾百年的全球领先的大宗商品信息和基准价格评估提供商。**其产品和服务主要包括大宗商品等领域市场新闻和数据、基准估价、极具洞察力的新闻简报及行业领先的会议, 涵盖能源众多领域。目前, 公司服务来自 150 余个国家超 1 万家行业顶尖客户, 其每日发布的 8500 个价格评估成为大宗商品领域现货和期货市场几十亿美元交易的定价基础。
- 营收及利润持续稳健增长, 信息订阅费是核心业务, 大宗商品细分领域表现各异。**根据 2018Q3 财报数据, 公司整体实现营收 6.04 亿美元, 同比增长 5%, 实现营业利润 2.85 亿美元, 同比增长 17%。从收入结构上, 信息订阅费收入占比超 90%, 其次为数据授权费占比 6.7%。从大宗商品领域看, 优势领域依次为石油、电力与天然气、石化、金属和农业领域。
- 资讯行业体现出明显的先发优势特征。**资讯行业中, 数据的准确性和有效性是客户首要需求, 由于资讯产品单价不高, 相比价格信息在定价环节定价带来的价值, 客户对于产品价格敏感度较低。此外, 行业数据使用方和提供方往往重叠, 且数据提供方在选定合作的资讯公司后, 往往二者合作对外产生排他性, 因此行业先行者优势明显。对比资讯行业目前巨头, 均有百年以上历史。而以石油资讯起家的普氏, 2017 年石油领域收入为 1.42 亿美元, 占总收入的约 70%, 行业内龙头地位稳固。
- 编制准确、有效的指数是公司提升自身资讯业务壁垒的重要手段。**我们认为资讯公司巨头的长成首先从编制准确、有效的数据开始, 以获得行业的广泛认可和采纳。影响力提升后, 反向推升了客户对于其资讯业务的需求, 进而提升了业务竞争壁垒。业务体量扩大后, 通过并购等方式巩固市场地位和优势, 最终形成行业内垄断。
- 资讯公司成长的背后核心是全球资产定价权的争夺。**全球资产价格波动对各国影响较大, 目前长协与期货远期两种大宗商品定价交易模式下, 咨询公司所提供的价格资讯均扮演重要角色, 因此成为定价权争夺的核心。从普氏能源母公司股东可以看到, 金融机构占比超八成, 且均持有众多能源企业股份。但随着全球各利益方对于全球资产定价权的争夺加剧, 普氏所面临的政策监管风险上升, 业务推广难度在增大。
- 无论行业环境还是政策趋势上, 国内大宗商品资讯企业异军突起条件日渐成熟。**目前, 我国作为大宗商品市场最大的买家, 常年价格上受制于人, 争夺资产定价权意愿迫切, 政策倾向国内资讯企业发展。2013 年, 国家统计局与资讯行业国内龙头企业上海钢联签订数据合作协议, 支持其业务拓展。与此同时, 供给侧改革加速了我国能源市场由原先的小而散向寡头垄断格局加速演变, 为未来定价权争夺上提供了有利条件。从国内企业看, 准确有效的数据信息是业务突破的矛, 而有效与否在于是否为有竞争力的价格, 因此获得具有议价权的寡头认可更为重要。
- 投资建议与盈利预测:**从国际资讯公司的成长分析来看, 资讯行业具有明显的先发优势特点, 强者恒强。同时, 数据的完善性和准确性是行业内构建竞争壁垒的重要要素。据此, 我们重点推荐关注**上海钢联**(国内大宗商品资讯行业领军企业, 黑色大宗商品领域市占率第一, 同时业务已拓展至多个细分领域, 目前公司已与国家统计局展开数据合作, 未来资讯业务有望快速发展)。我们预计公司 2019-2020 年的营收分别为 1229 亿和 1537 亿, 同比增长 28%

和 25.1%；预计实现归母净利润分别为 2.29 亿元、和 3.46 亿元，同比增长为 91.2%和 51.2%。EPS 分别为 1.44/2.17 元。截止 2019 年 3 月 11 日，公司市值为 116.97 亿元，分别对应 2019/2020 年 PE 为 51X 和 34X。维持“买入”评级。

- **风险提示事件：**大宗商品资讯行业竞争加剧风险

## 内容目录

|  |             |
|--|-------------|
| 1.1、公司简介：深耕大宗商品信息领域逾百年，行业内全球领先 .....     | 4 -         |
| 1.2、股权情况：隶属母公司标普全球，金融机构股东占比超八成 .....     | 6 -         |
| 1.3、财务情况：订阅费为核心收入来源，大宗商品各板块表现各异 .....    | 7 -         |
| <b>2、普氏能源（S&amp;P Platts）成长启示 .....</b>  | <b>10 -</b> |
| 2.1、启示一：资讯行业是一个具有显著先发优势的行业 .....         | 10 -        |
| 2.2、启示二：编制准确、有效的指数是提升资讯业务壁垒的重要手段 .....   | 11 -        |
| 2.3、启示三：成也萧何，败也萧何？全球资产定价权争夺是问题核心 .....   | 13 -        |
| 2.3、启示四：中国大宗商品资讯企业能否异军突起？彼之砒霜，吾之蜜糖 ..... | 15 -        |
| <b>3、盈利预测与投资建议 .....</b>                 | <b>16 -</b> |
| <b>4、风险提示 .....</b>                      | <b>16 -</b> |

## 图表目录

|   |      |
|---|------|
| 图表 1：普氏能源产品及服务介绍 .....                            | 4 -  |
| 图表 2：公司大宗商品各领域拓展布局情况整理 .....                      | 5 -  |
| 图表 3：公司产品及服务覆盖大宗商品领域情况 .....                      | 5 -  |
| 图表 4：普氏能源母公司标普全球股东情况 .....                        | 6 -  |
| 图表 5：公司 2016Q3-2018Q3 营收及增速情况（单位：百万美元） .....      | 7 -  |
| 图表 6：公司 2017Q1-2018Q3 营业利润及增速情况（单位：百万美元） .....    | 7 -  |
| 图表 7：公司 2017Q1-2018Q3 各业务类型收入及增速情况（单位：百万美元） ..... | 8 -  |
| 图表 8：公司 2016Q1-2018Q3 各大宗商品收入及增速（单位：百万美元） .....   | 9 -  |
| 图表 9：公司 2016Q1-2018Q3 各大宗商品内生收入及增速（单位：百万美元） ..... | 9 -  |
| 图表 10：资讯行业的三大特征 .....                             | 10 - |
| 图表 11：公司率先推出众多石油领域相关指数及价格服务 .....                 | 11 - |
| 图表 12：资讯公司成长路径分析 .....                            | 12 - |
| 图表 13：普氏能源已拥有成熟的估价体系（以铁矿石为例） .....                | 12 - |
| 图表 14：资讯公司在大宗商品定价中扮演重要角色 .....                    | 13 - |
| 图表 15：欧盟 2012 年至今发布的众多指数监管法规 .....                | 14 - |
| 图表 16：键入图表的标题 .....                               | 15 - |
| 图表 17：上海钢联盈利预测表 .....                             | 17 - |

## 1、普氏能源：全球领先的大宗商品信息提供商

### 1.1、公司简介：深耕大宗商品信息领域逾百年，行业内全球领先

- **普氏能源 (S&P Global Platts)** 是一家全球领先的大宗商品信息和基准价格评估提供商。公司成立于 1909 年，总部位于纽约，1953 年被麦格劳希尔 (McGraw-Hill, 2016 年更名为 S&P Global 标普全球) 收购。百年来,公司始终致力于为客户提供相关领域内重要的市场新闻和数据、基准估价、极具洞察力的新闻简报及行业领先的会议,以实现大宗商品市场透明度的提高,同时通过提供商品信息解决方案和分析工具帮助客户做出更加明智的贸易和商业决策。

**图表 1: 普氏能源产品及服务介绍**

| 产品服务      | 简介  |
|-----------|---|
| 实时新闻和市场快讯 | 市场情况瞬息万变,为满足获取高效信息的需求,普氏能源资讯为客户实时提供投资产品相关的新闻、市场评论和当日估价,帮助客户能够及时把握最理想的贸易机会或对突发新闻作出及时响应。                              |
| 估价与指数     | 普氏能源资讯提供涉及整个能源和金属供应链范围的基准股价服务。客户包括生产商、消费者、风险管理者及分析师等,普氏每日发布约 8,500 个价格和远期曲线以确保金融机构、能源、金属和矿业公司以及政府在其能源交易中获得极具竞争力的定价。 |
| 新闻简报和导报   | 普氏能源咨询提供超过 50 种新闻简报,内容涵盖能源和金属行业的各个方面。这些新闻简报以每日、每周、每两周或每月的频率为客户提供公司新闻、法规变化、并购和新法规等大量信息。                              |
| 地图与地理空间   | 普氏不断更新和打造专的全球能源基础架构图层,利用公司曾获大奖的地图绘制团队的精深知识帮助分析师和投资者对资本投资机会加以准确评估。   |
| 会议与活动     | 普氏能源资讯每年举办超过 60 场研讨会,借此帮助行业领袖们联系互动,并就先锋创意和新政策提议进行研讨交流。内容涵盖各种类型的主题,公司每年还邀请世界知名的演讲者和与会者参加会议活动。                        |

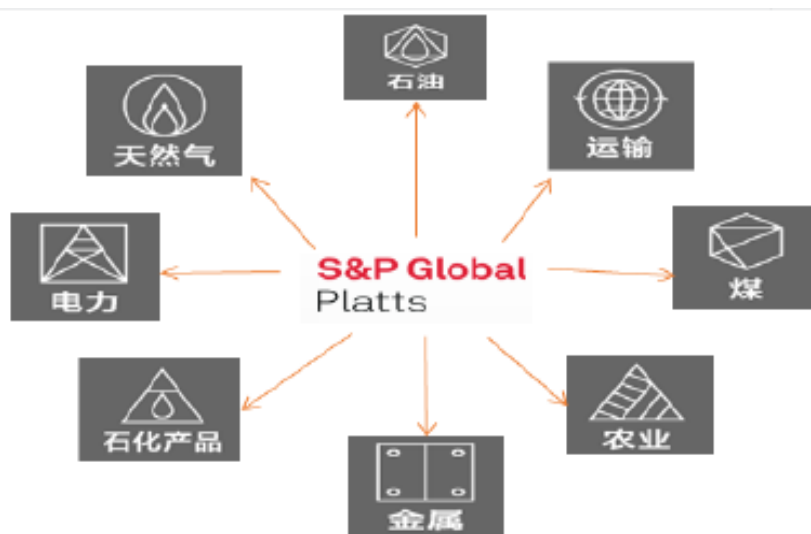
来源:普氏能源官网、中泰证券研究所

- **业务覆盖相关领域万余顶尖客户,价格指数成全球大宗商品交易定价标杆。**公司的客户遍布整个能源和金属供应链,包括了勘探公司、炼油厂、电力与天然气公用事业企业、矿业公司、输送管道运营商、批发商等等。截至目前,公司客户数量超 1 万名,来自 150 余个国家,其中覆盖前 50 名电力/天然气交易商中的 100%,前 250 名能源公司中的 90% 以上,以及 80% 以上的顶级金融机构。与此同时,公司每天发布超过 8500 个价格评估,该实时数据已成为目前大宗商品领域内现货和期货市场数十亿美元交易的定价基础。
- **产品覆盖范围广泛,包括石油、天然气、电力、煤炭、运输、石化和金属等行业解决方案。**公司最早 1909 年从石油咨询业务起家,百余年来,通过自身拓展及外延并购的方式,不断完善了能源各领域内的业务布局。例如,通过收购英国《金融时报》旗下的 Energy (FTE),切入欧洲电力、天然气和煤炭行业信息服务业务,收购 PIRA 和 RigData(2016 年),持续强化在石油和电力天然气等领域优势。截至目前,公司产品服务已涵盖了石油、天然气、电力、煤炭、运输、石化、金属、农业等领域。

**图表 2: 公司大宗商品各领域拓展布局情况整理**

| 时间    | 大宗商品领域    | 推出的产品和服务  |
|-------|-----------|---|
| 1923年 | 石油        | 行业内首个推出了油印版的两页时事通讯《普氏石油价格》(PlattsOilgram), 满足了美国一战期间对于石油产品、市场和价格的数据需求   |
| 1928年 |           | 三大石油巨头——新泽西标准石油公司、荷兰皇家壳牌(RoyalDutchShell)和Anglo-Persian石油选择基于发表在普氏Oilgram中的美国墨西哥湾石油价格添加运费作为石油业务合同的定价基准。   |
| 1933年 |           | 普氏推出“特别新闻公报”, 成为首个以周和日为单位提供石油的价格服务的企业   |
| 1960年 |           | 普氏以英吉利海峡港口石油为标的, 推出海峡港口指数(ChannelPortIndex), 成为首个旨在提高欧洲市场石油价格信息透明度提供服务的企业   |
| 1984年 | -         | 成为首个提供互联网实时新闻和市场信息屏幕服务的企业, 最早开启电子市场信息服务, 获得推崇。并成为行业内率先实现能源信息全天传送的服务公司   |
| 1987年 | 石油化工      | 推出了石油化工产品筛查服务警报(screenservicePetrochemicalAlert)  |
| 1989年 | 金属        | 普氏通过控股《金属周》, 首次涉足非碳氢化合物大宗商品   |
| 1995年 | 电力        | 90年代普氏扩大了电力供应, 提供欧洲电力服务, 包括欧洲电力警报(EuropeanpowerAlert), 这是一项针对欧洲天然气和电力市场的实时信息服务。   |
| 2001年 | 电力、天然气、煤炭 | 普氏从英国《金融时报》和英国培生集团(PearsonPLC)手中收购了英国《金融时报》旗下的Energy(FTE)集团。此次收购巩固了普氏作为北美和欧洲电力、天然气和煤炭行业领先信息提供商的地位, 并扩大了普氏的信息解决方案范围, 包括《兆瓦特日报》、《天然气日报》、《煤炭展望》和《欧洲电力》等时事通讯。 |
| 2005年 | 液化天然气     | 普氏于2005年推出了《液化天然气日报》, 并于2009年早些时候推出了业内首批可定制的液化天然气新闻和运输跟踪服务之一——普氏液化天然气贸易网。   |
| 2005年 | 碳排放       | 随着气候变化问题成为全球政治舞台的中心议题, 普氏发布首个《排放日报》(emissionsDaily)的时事通讯  |
| 2006年 | 钢铁/铁矿石    | 普氏能源资讯(Platts)通过其《新钢铁市场日报》(newsteelMarketsdaily)推出了全球首个独立的钢铁每日价格评估来源。随后, 作为钢铁生产原料的铁矿石的市场覆盖和价格评估也随之展开  |
| 2010年 | 铁矿石       | 普氏铁矿石指数成为国际海运铁矿石定价的标杆, 据统计, 全球80-95%的海运矿石是用普氏铁矿石指数来定价   |

来源: 公开资料、中泰证券研究所

**图表 3: 公司产品及服务覆盖大宗商品领域情况**


来源: 普氏能源官网、中泰证券研究所

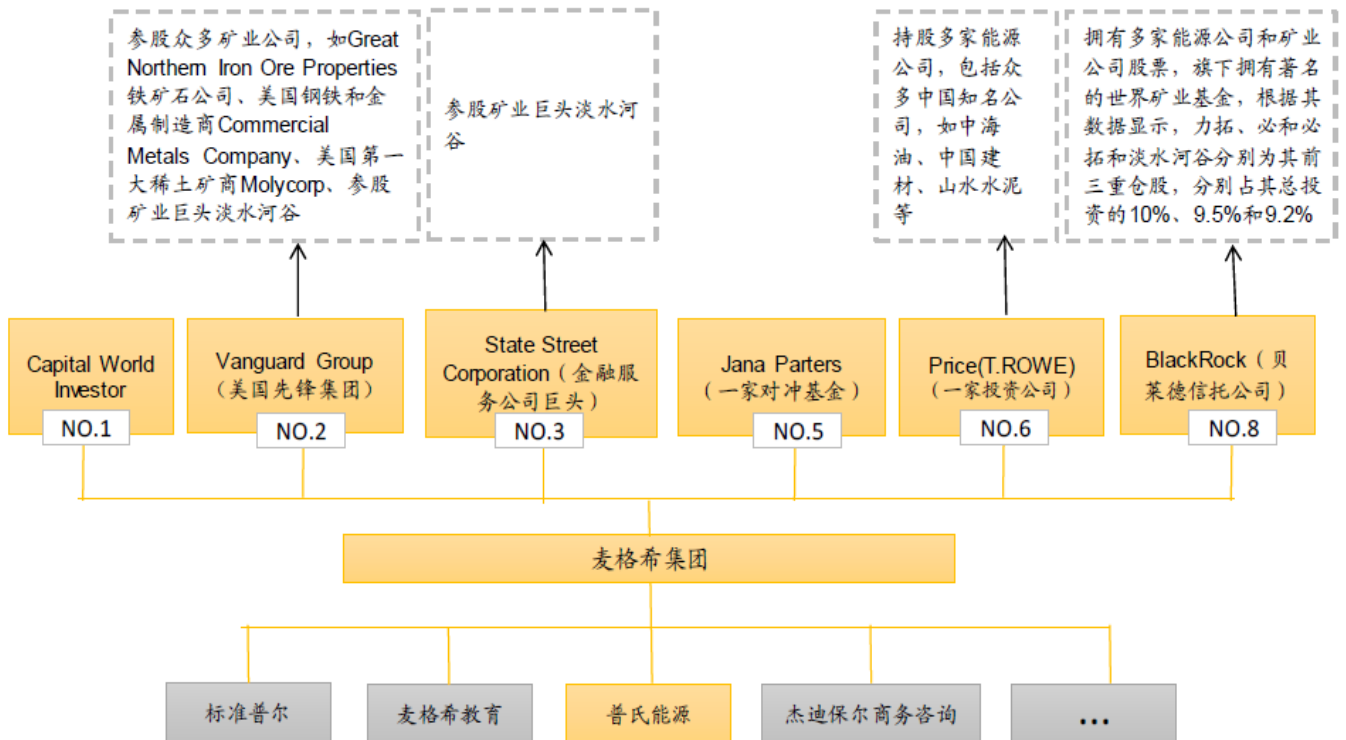


- 从盈利模式上看，主要包括两种——订阅费收入和数据特许使用权收入。
  - 1) 订阅费收入：通过向客户提供有关大宗商品领域的实时新闻、市场数据、价格评估等获得的信息订阅收入，2017 年实现营收 7.06 亿美元，营业利润率约为 50%左右；
  - 2) 数据特许使用权收入：主要是包括向商品交易所授权公司专有市场价格数据和价格评估获得的授权费收入，以及按照交易量进行分成的交易所衍生品交易费收入（交易所使用公司的专有价格数据推出的衍生品，当交易量达到一定规模时，公司可按照协定与其进行交易费的分成）。2017 年实现营收 0.57 亿美元，该部分收入主要受到全球相关大宗商品交易量多少的影响，当相关大宗商品价格波动性降低或者趋势性向下时，或导致其交易量下降，最终影响公司该部分收入情况。

### 1.2、股权情况：隶属母公司标普全球，金融机构股东占比超八成

- 隶属母公司标普全球，金融机构股东占比超八成。公司母公司系麦格希集团（现称标普全球），是一家国际领先的教育、信息及金融服务巨头，旗下囊括众多赫赫有名的品牌，除普氏能源，还包括标准普尔、麦格希教育、杰迪保尔商务咨询（J.D. Power）等。从股东情况看，金融机构的占比超过了 80%，包括德意志银行、北方信托投资、投资管理公司巨头贝莱德以及曾经管理大约 1 万亿美元资产的美洲基金公司 Capital World Investor 等，同时这些金融机构均持有众多全球能源、矿产资源巨头公司的股份。

图表 4：普氏能源母公司标普全球股东情况

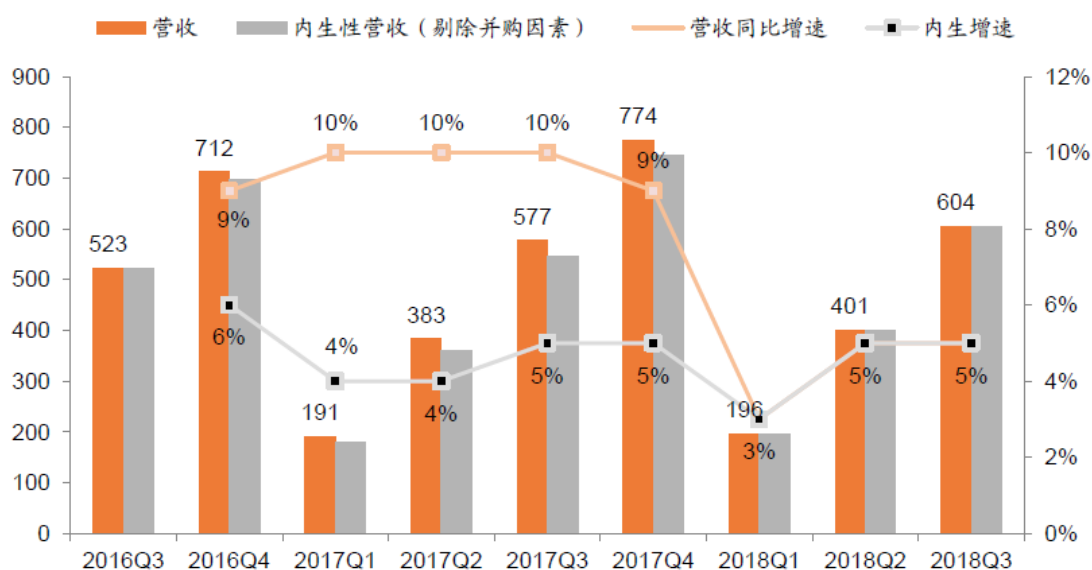


来源：公开资料、中泰证券研究所

### 1.3、财务情况：订阅费为核心收入来源，大宗商品各板块表现各异

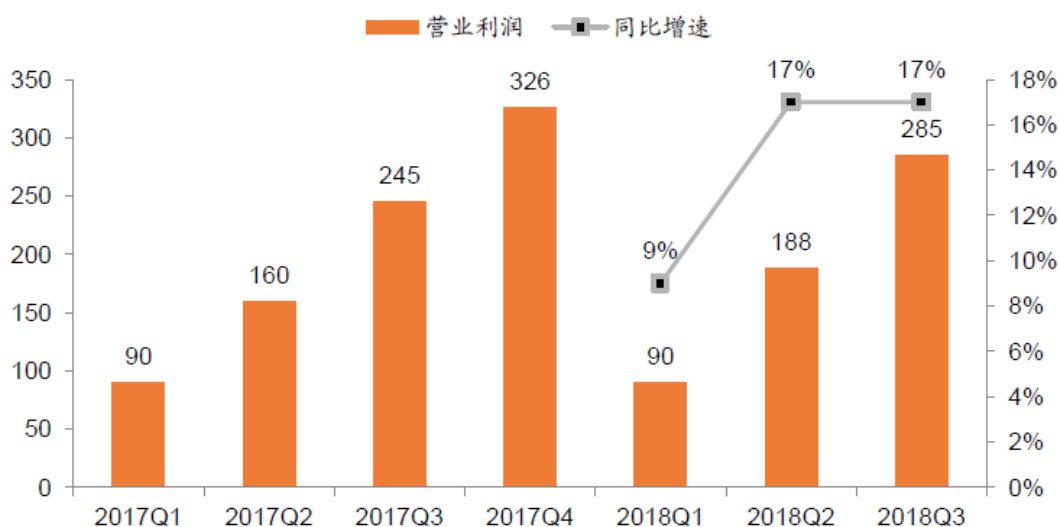
- 收入保持稳健增长，利润增长动力强劲。**根据普氏能源财务数据显示，1994-2016年期间，公司营业收入CAGR达11%，2017年营业总收入为7.74亿美元，同比增长9%，剔除并购因素后，内生性增速达5%，收入保持稳健增长态势。利润端方面，2017年公司实现营业利润3.26亿美元，2018Q3实现营业利润2.85亿美元，同比大幅增长17%，盈利增长动力强劲。

图表 5：公司 2016Q3-2018Q3 营收及增速情况（单位：百万美元）



来源：标普全球财报、中泰证券研究所

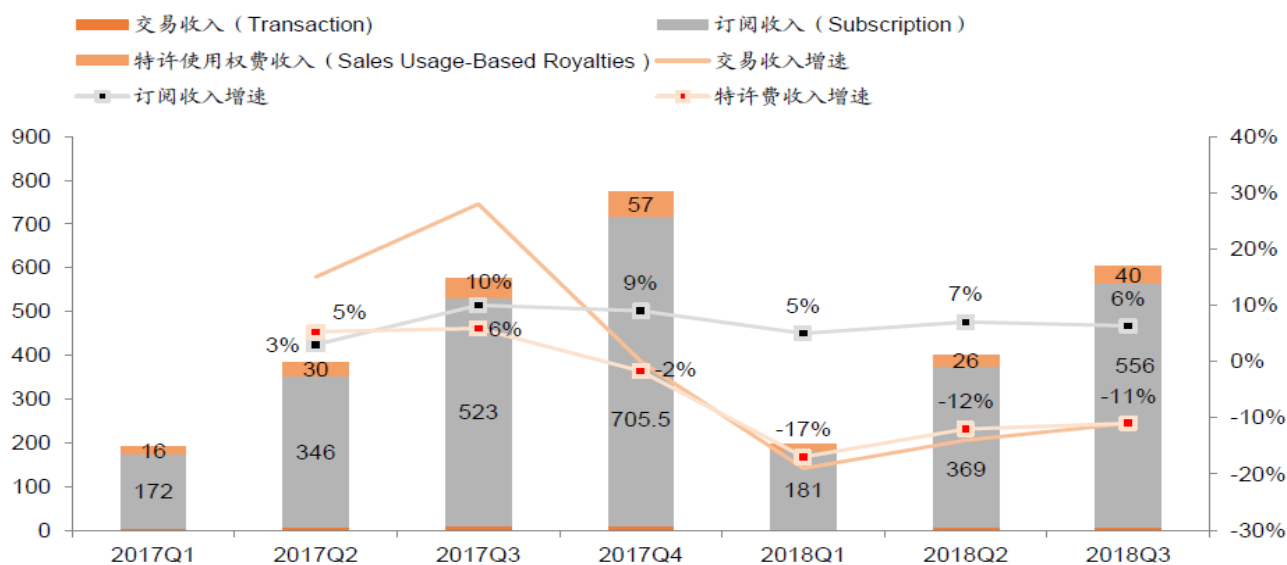
图表 6：公司 2017Q1-2018Q3 营业利润及增速情况（单位：百万美元）



来源：标普全球财报、中泰证券研究所

- 订阅费收入为业务核心，占比超 90%，增长稳健，数据特许使用权收入受全球商品交易量波动变动影响较大。2018 年前三季度，公司订阅收入、数据特许使用权收入和其他交易收入分别实现 5.56 亿美元、0.40 亿美元和 0.08 亿美元，占比分别为 92%、6.7%和 1.3%。增速方面，订阅收入同比增长 6%，其余两项均同比下降 11%，主要系受到全球某些汽油和燃料油市场波动性降低导致交易量减少的影响。根据 2016-2018 年数据来看，我们认为，订阅费收入始终为公司收入的核心，且业务增长稳健，数据特许使用权收入部分增速波动较大，增长情况主要取决于全球商品交易量的变化。

图表 7: 公司 2017Q1-2018Q3 各业务类型收入及增速情况 (单位: 百万美元)

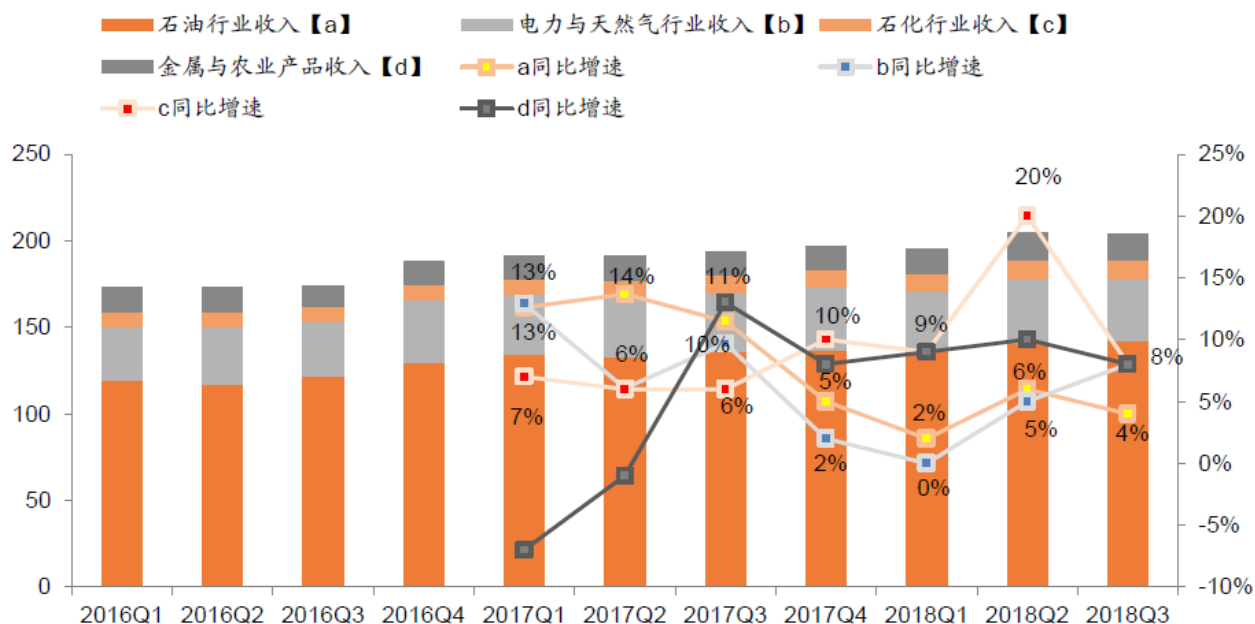


来源: 标普全球财报、中泰证券研究所

- 大宗商品各领域表现不一，石油、电力天然气收入占比最大，增速趋缓，石化、金属与农业板块增长最快。按照营收的商品领域划分，公司目前的收入主要来源于石油、电力与天然气、石化、金属与农业等行业。根据 2018Q3 财务数据显示，剔除并购等影响因素后，石油、电力与天然气、石化、金属与农业四大部分营收分别为 1.42 亿美元、0.36 亿美元、0.11 亿美元和 0.15 亿美元，占比分别为 70%、18%、5%和 7%，石油和电力与天然气领域为公司收入主要来源所在。从增速上看，剔除并购因素后，数据显示石油和电力天然气两大板块增速日趋放缓至个位数水平（约 5%左右），石化、金融与农业领域则增长势头迅猛，近两年增速达到平均 10%以上水平。

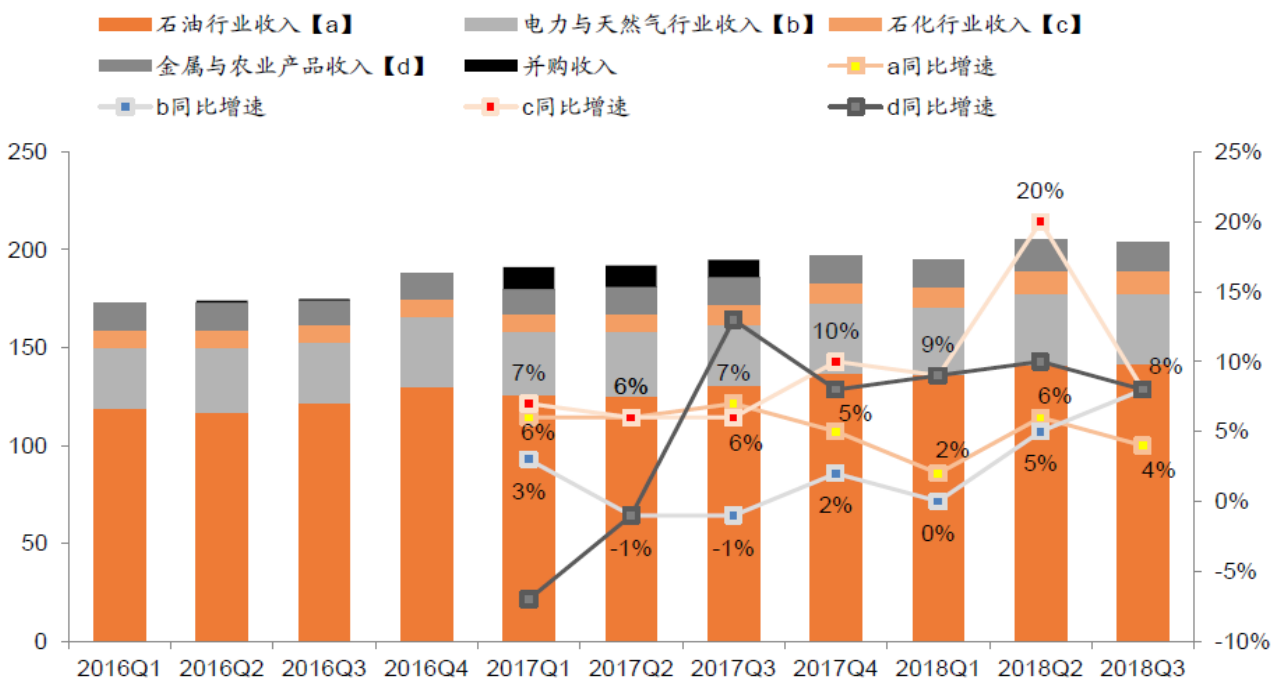


图表 8: 公司 2016Q1-2018Q3 各大宗商品收入及增速 (单位: 百万美元)



来源: 标普全球财报、中泰证券研究所

图表 9: 公司 2016Q1-2018Q3 各大宗商品内生收入及增速 (单位: 百万美元)



来源: 标普全球财报、中泰证券研究所

## 2、普氏能源（S&P Platts）成长启示

### 2.1、启示一：资讯行业是一个具有显著先发优势的行业

- 从行业特征来看，资讯行业具有三大特征：1) 客户注重数据的准确性和有效性；2) 客户对产品价格敏感性较低；3) 数据使用方与提供方重叠，同时数据合作具有排他性，行业内先发优势显著。作为商品交易的参考依据及定价基础，数据的准确性是客户考虑的最重要部分，不具准确性的数据价值为零。与此同时，资讯产品和服务的整体单价不高，相比具有高价值的数据看，客户价格敏感度较低。根据 2017 年普氏的财务数据，其总营收为 7.76 亿美元，按照目前公司覆盖约 10000 家客户粗略计算，平均单家收费仅为几万美金。另一方面，大宗商品资讯的数据提供者与使用者往往重叠，且通常数据提供方在选定合作的资讯公司后，二者业务合作会产生排他性。从这一特点来看，资讯行业内先行者具有先发优势。可以看到，目前咨询行业的巨头如 Platts、Metal Bulletin、S&P 均拥有 110 年、130 年和 150 年的悠久历史。

图表 10：资讯行业的三大特征



来源：中泰证券研究所

- 作为最早提供大宗商品信息服务的企业之一，普氏能源品牌优势明显。普氏能源成立于 1909 年，距今已拥有 110 年的历史。公司从石油资讯服务起家，率先在行业内发布了石油价格资讯、石油价格指数等（如首个推出油印版石油价格时事通讯，首个发布针对欧洲石油市场的英吉利海峡指数等）。作为当时大宗商品领域内最早提供资讯服务的企业，公司在产业内及投资者群体中认知度极高，品牌优势明显。根据 2017 年财报数据显示，石油行业收入为 1.37 亿美元，占公司总收入的接近 70%，细分领域内龙头地位稳固，先发优势明显。此外，公司还在其他行业如石化、电力、天然气、金属等领域率先发布价格评估及新闻资讯等服务，细分领域内均获得了较高认可。

图表 11: 公司率先推出众多石油领域相关指数及价格服务

| 时间    | 推出的产品服务   |
|-------|---|
| 1923年 | 行业内首个推出了油印版的两页时事通讯《普氏石油价格》(PlattsOilgram), 满足了美国一战期间对于石油产品、市场和价格的数据需求     |
| 1933年 | 普氏推出“特别新闻公报”, 成为首个以周和日为单位提供石油的价格服务的企业                                     |
| 1960年 | 普氏以英吉利海峡港口石油为标的, 推出海峡港口指数(ChannelPortIndex), 成为首个旨在提高欧洲市场石油价格信息透明度提供服务的企业 |
| 1984年 | 成为首个提供互联网实时新闻和市场信息屏幕服务的企业, 最早开启电子市场信息服务, 获得推崇。并成为行业内率先实现能源信息全天传送的服务公司     |

来源: 公开资料、中泰证券研究所

## 2.2、启示二: 编制准确、有效的指数是提升资讯业务壁垒的重要手段

- 通过总结普氏能源的成长路径, 我们认为: 资讯公司巨头的长成首先从编制准确、有效的数据开始, 以获得行业的广泛认可和采纳。影响力提升后, 反向推升了其资讯业务的客户需求和竞争壁垒。业务体量提升后通过并购等方式巩固市场地位和优势, 最终形成行业内垄断。

1) 广泛而稳固的询价对象合作关系+成熟的估价方法, 公司指数准确且有效, 受到行业广泛认可。目前, 公司已建立起了由 1,000 多名专业人士组成的在全球 20 个区域办公室追踪相关市场价格和发展的团队, 且所设办事处多位于能源生产地附近或临近大宗商品政策制定中心, 以保证价格和政策信息的及时和准确性。同时, 公司拥有一套完善的估价流程, 每个交易日公司的价格团队通过电话等多种沟通方式联络商品市场内现货交易活跃的买卖双方进行询价, 并在当天交易结束后选取有竞争力的价格通过成熟的普氏估值法进行估价, 得到商品最新价格。经过长期的行业积累, 公司已与能源领域数百个买卖双方询价对象建立了稳固的合作关系, 成为其获取有效价格的保障。目前, 公司的数据准确度行业认可度较高, 芝加哥商品交易所、洲际交易所、新加坡交易所和纽约交易所等均推出了基于普氏指数的期货产品。

2) 指数与资讯业务的正向循环作用: 公司通过编制出准确、详实的数据, 为产业、金融和政府客户提供了商品价格判断的有力依据, 因此指数获得行业定价的高度采纳和认可, 影响力逐步扩大。进而反过来, 促进了公司客户对于其资讯业务的更高需求。编制准确的指数成为公司提升其核心订阅服务业务竞争壁垒的重要手段。

图表 12: 资讯公司成长路径分析



来源: 中泰证券研究所

图表 13: 普氏能源已拥有成熟的估价体系 (以铁矿石为例)

| 步骤     |    | 详情  |
|--------|----|---|
| Step1  | 询价 | 价格团队<br><u>充足的信息采集人员及就近设立的办事处:</u> 且公司具有1,000多名专业人士在全球20个区域办公室追踪相关市场的价格和发展, 且所设办事处多位于能源生产地附近, 以保证价格信息的及时和准确性  |
|        |    | 询价对象<br><u>询价对象广而全, 涵盖产业链各个环节及大小参与者, 保证数据的有效性和客观性:</u> 1) 矿山: 涵盖三大矿山及小型矿山; 2) 钢企: 中国钢企 (包括国企及民企)、远东和东南亚钢企、欧洲钢企; 3) 贸易商: 大西洋和太平洋的铁矿石贸易商  |
|        |    | 询价方式<br><u>拥有每日稳固而有效的询价参与者:</u> 价格团队每天通过电话等多种沟通方式联络大约60个铁矿石市场活跃交易的参与者, 包括钢厂、贸易商、及矿山企业各环节的询价对象。<br>2018年上半年期间, 普氏已经收集到240单现货成交, 共3100万吨, 有21家企业向普氏汇报成交   |
| Step2  | 估价 | 评估方法<br><u>采用普氏成熟的闭市价格评估方法 (MOC)</u>  |
|        |    | 评估流程<br>价格信息采集窗口: 由于市场价格波动激烈, <u>普氏闭市时间是上海/北京时间5时30分, 以确保每天的评估估价更反映市场价格</u><br><u>数据筛选+成熟的估价方法保证了最终数据的有效性, 同时数据规定时间内上传发布保障及时性:</u> 在当天交易结束后公司选取有竞争力及可能实现成交的价格 (通常需要在船期、质量、数量、地点和贸易条款方面也要符合一定筛选标准, 如合同货物量应在三万五千吨以上, 品质满足62%铁含量, 2%二氧化铝、4.5%硅等), 然后通过普氏估值法进行估价, 得到商品最新的价格, 并及时发布。 |
| 市场采纳情况 |    | 目前, 共114万吨粉矿以及块矿, 包括主流的PB粉, 纽曼块以及纽曼粉已通过在MOC系统下成交, 参与MOC的价格缔造者和价格追随者2017年的成交量共达4亿8000吨左右<br><u>从2010年4月起, 普氏铁矿石指数成为国际海运铁矿石定价的标杆, 被三大矿山选为铁矿石定价依据。据统计, 全球80-95%的海运矿石是用普氏铁矿石指数来定价</u>   |

来源: 普氏能源官网、中泰证券研究所

3) 外延并购成为行业内市场地位提升的重要路径, 细分领域内行业集中度提升, 马太效应显著。目前, 各大宗商品细分领域内的指数方/资讯方逐步呈现出行业集中的趋势, 各领域内几家有效的数据提供者被客户筛选出来作为行业标杆进行交易和参考, 资讯方呈现寡头垄断的竞争格局。近年来, 普氏能源通过外延并购等方式, 吸纳行业内优秀的第二梯队指数提供者, 不断巩固在各领域的市场龙头地位。例如, 2011年普氏从英国《金融时报》和英国培生集团(Pearson PLC)手中收购 Energy (FTE)集团, 巩固了普氏作为北美和欧洲电力、天然气和煤炭行业领先信息提供商的地位。2016年, 收购 RigData 和 PIPR 以强化其在石油和电力天然气领域的优势。未来, 我们认为资讯行业的特殊性将导致行业最终呈现为寡头垄断的格局, 龙头企业有望通过不断的兼并收购提升市场份额。

### 2.3、启示三：成也萧何，败也萧何？全球资产定价权争夺是问题核心

- 目前, 无论是在长协定价还是商品期货定价的交易模式下, 资讯提供的价格信息均将在定价过程中扮演至关重要的角色。大宗商品的交易定价主要分为两类, 一类是采用买卖双方谈判约定长期协议价格, 一般多适用于合同量较大的长期买卖合作。另一类, 则通过商品期货价格的升贴水定价, 多用于买卖合同较小的零散型交易。二者模式下, 资讯提供的价格一方面作为反映供需格局的指标, 是长协价格谈判双方的重要依据; 另一方面资讯价格可影响预期对远期价格产生直接影响。且近年来, 在垄断卖方的推动下, 长协模式被逐步推向越来越市场化定价的方式。以铁矿石为例, 2010年开始, 三大矿山推动下, 原先长久的长协模式被改为以指数为基准的定价, 签署的长协框架下“定量不定价”, 价格每月按普氏指数为基准加运费变动, 价格逐步走向市场化, 资讯商提供的价格信息更成为价格的决定性因素。

图表 14: 资讯公司在大宗商品定价中扮演重要角色



来源：中泰证券研究所



- **普氏母公司股东的背后是众多的能源企业，核心在于定价权的掌控。**从普氏母公司标普全球的股东背景可以看到，占比超八成成为金融机构，且这些机构投资者大多持有众多能源或矿业企业股份，背后的原因核心就是能源企业（卖方）对于商品定价权掌控需求。在以指数为定价基准的交易模式下，指数的掌握对于卖方企业的重要性不言而喻。以铁矿石为例，目前世界三大矿山（淡水河谷、力拓、必和必拓）将普氏指数选为长协矿定价依据，普氏铁矿石指数行业内影响力极速提升。而目前，普氏母公司股东也多持有三大矿山股份。
- **成也萧何，败也萧何？全球资产定价权争夺加剧，普氏指数拓展受限。**大宗商品的价格波动对于每个国家的工业、经济和安全等方面都具有重大影响。大宗商品交易由于其庞大的场外市场具有特殊的不透明性，商品期货和资讯公司的价格信息实质是价格的发现，而大宗商品定价权就是制定大宗商品价格发现规则的权利，争夺定价权的背后核心问题在于目前定价机制的非完全公正性。目前，欧盟和中国等在内的利益方均与美国展开大宗商品的定价争夺。2012年开始，欧盟大力出台多项金融和商品基准监管法规，2016年6月30日出台《欧盟基准监管规定》（the “EU Benchmark Regulation”）要求欧盟所用定价指数均需达到其严格的监管条件同时需获得欧盟授权认可，2018年1月1日正式执行。对于目前存续使用的指数，整改过渡期为两年至2020年1月1日。同时，我国国内也在争取全球大宗商品定价权问题上逐步重视。普氏指数的发展离不开其背后定价权争夺者的推动，但随着全球各利益方加入争夺，在未来监管趋严的背景下，普氏指数或“成也萧何败也萧何”。

**图表 15: 欧盟 2012 年至今发布的众多指数监管法规**

| 时间        | 发布方            | 法律法规                                   | 详情  |
|-----------|----------------|--|---|
| 2012.1    | IOSCO（国际证监会组织） | 《石油价格报告机构原则》（PRAPrinciples）            | 国际证监会组织成员国希望通过该原则提高衍生品合约中参考的石油价格评估的可靠性  |
| 2013.7    | IOSCO（国际证监会组织） | 《金融基准准则》（FinancialBenchmarkPrinciples） | 准则旨在提高基准确定的可靠性，解决治理基准质量和问责机制问题。并要求指数机构其治理制度和业务与财务基准原则保持一致，并需要聘请独立审计师对这种一致进行年度合理的保证审查  |
| 2014.7.2  | 欧盟             | 《金融工具市场指令和监管》（MiFIDII）                 | 2014年7月，欧盟通过修订更新2004年出台的《金融工具市场指令》及其次级立法，最终确定了一套名为《金融工具市场指令和监管》的立法措施。该措施自2018年1月3日起使用于所有欧盟成员国。MiFIDII包括以下条款：(i)要求对用于结算证券相关的基准重新要求其许可条件，并为此规定对交易所和清算所的非歧视性准入；(ii)修改某些类别衍生品交易的类别及处理方法；(iii)扩大受《规例》规管的交易场所类别；(iv)要求将投资研究与其他服务(包括执行服务)分开；(v)提供强制在交易所交易的衍生品。 |
| 2016.6.30 | 欧洲证券和市场管理局     | 欧盟基准监管（EUBenchmarkPrinciples）          | 该条款旨在对各类定价基准进行监督监管，条款将于2018年1月1日生效。欧洲证券与市场管理局同时发表了额外的明确指导意见：现有正在使用的基准提供相关机构两年的过渡时间（至2020年1月1日），实现盟国家主管机关对自身业务的授权。   |

来源：标普全球年报、中泰证券研究所

### 2.3、启示四：中国大宗商品资讯企业能否异军突起？彼之砒霜，吾之蜜糖

- 我国是世界上最大的大宗商品消费和进口国，大宗商品市场占据重要地位，但中国在大宗商品定价上却始终缺少话语权。数据显示，中国的铁矿石需求量占世界铁矿石需求量的 66%，铜占 46%，小麦占 18%，大豆占一半左右。对于铅和锌的需求量，整个世界基本呈平稳的态势，但中国的需求量上升很快。但对比我国在大宗商品的极高消费地位，大宗商品的定价权却并不匹配，甚至存在“中国买什么，什么就涨价，中国卖什么，什么就降价”的怪圈。随着我国对于这些大宗商品的依存度越来越高，作为购买方完全不具有讨价还价的话语权被动接受价格，为国家带来极大的经济、安全等重大风险，定价权问题亟需解决。

图表 16：中国大宗商品消费情况及相应定价权情况

| 大宗商品品类 | 2017年进口量 | 市场消费地位               | 定价权情况         |
|--------|----------|----------------------|---------------|
| 石油     | 843万桶    | 2017年超越美国，排名第一       | 海外市场决定        |
| 铁矿石    | 10.75亿吨  | 占全球2/3               | 国际铁矿石巨头制定定价规则 |
| 天然气    | 6857万吨   | 受“煤改气”转型，2017年增速达27% | 与原油价挂钩        |
| 大豆     | 9700万吨   | 占全球进口贸易65%           | 由国际四大粮商决定价格   |

来源：中国海关数据总署、中泰证券研究所

- 中国大宗商品资讯企业能否以及如何异军突起？我们认为，无论是行业还是国家政策趋势上，都正不断有利于以上海钢联为首的国内大宗商品资讯企业的成长，异军突起环境条件日趋成熟，而获得具有定价权寡头认可的资讯企业更易成功。
  - 1) 政府政策倾向和数据开放大力支持。2013年起，国家经济数据统计局就与国内大宗商品资讯龙头企业上海钢联签署大数据战略合作框架协议，上海钢联被授予国家数据统计局大数据合作平台企业，双方共同对大数据的开发、利用开展长期的合作。同时，从目前行业的调研情况看，在以大宗商品为标的的衍生品上，政府倾向于鼓励产品推出单位以国内资讯价格信息为基准。未来，在政府的政策和数据支持推动下，国内信息资讯企业业务拓展有望进一步提速。
  - 2) 国内大宗商品逐步向寡头垄断格局演进，或带动资讯公司数据影响力加速提升。从普氏能源的成长以及国外能源巨头争夺定价权的情况，我们总结出两条结论：**A、形成寡头垄断竞争格局的买方/卖方更易在定价权争夺中获得胜出。**我们看到，买卖双方的定价能力悬殊同样也是竞争格局间的差异带来的结果。举例来讲，国外的矿山企业和我国稀土企业，同样作为能源的输出方（卖方），前者牢牢掌握定价后者却被买方控制价格，我们认为主要原因在于国外的矿山企业已形成寡头垄断格局，而我国稀土虽然出口总量最多，但出口企业却散而多，无法集中进行定价。但随着我国供给侧改革的推进，大宗商品行业集中度在快速上升，为定价权的争夺提供有力前提。**B、获得寡头认可的价格资讯企业将更易胜出。**大宗商品领域的资讯公司其核心业务是交易商品的价格和信息订阅服务，而决定该业务的是资讯公司能否为客户提供有效而精准的价格服务。如

何判断数据的准确性？标准就在于其所估价格是否具有在现货和期货市场达成交易的参考意义，即提供具有竞争力的交易价格，买卖双方均认可。基于此，我们认为大宗商品资讯公司在数据有效性的比拼中背后的关键将在于获得具有更高议价能力方的认可。

### 3、盈利预测与投资建议

- 盈利预测与投资建议：**从国际资讯公司的成长分析来看，资讯行业具有明显的先发优势特点，强者恒强。同时，数据的完善性和准确性是行业内构建竞争壁垒的重要要素。据此，我们重点推荐关注**上海钢联**（国内大宗商品资讯行业领军企业，黑色大宗品领域市占率第一，业务已拓展至多个细分领域，目前公司已与国家统计局展开数据合作，未来资讯业务有望快速发展）。我们预计上海钢联 2019-2020 年的营收分别为 1229 亿和 1537 亿，同比增长 28%和 25.1%；预计实现归母净利润分别为 2.29 亿元、和 3.46 亿元，同比增长为 91.2%和 51.2%。EPS 分别为 1.44/2.17 元。截止 2019 年 3 月 11 日，公司市值为 116.97 亿元，分别对应 2019/2020 年 PE 为 51X 和 34X。维持“买入”评级。

图表 17：上海钢联主营业务收入预测

| 收入（百万元） | 2015    | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E    | 2020E    |
|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 交易服务业务  | 21195.1 | 41090.8 | 73448.4 | 95651.9 | 122434.4 | 153043.0 |
| 同比增长（%） | 3.8%    | 37.1%   | 22.3%   | 30.2%   | 28.0%    | 25.0%    |
| 数据资讯业务  | 155.6   | 181.0   | 241.9   | 342.7   | 479.8    | 671.8    |
| 同比增长（%） |         | 16.4%   | 33.6%   | 41.7%   | 40.0%    | 40.0%    |
| 合计      | 21357.1 | 41279.0 | 73697.1 | 95994.6 | 122914.3 | 153714.8 |
| 同比增长（%） |         | 93.3%   | 78.5%   | 30.3%   | 28.0%    | 25.1%    |

来源：中泰证券研究所

图表 18：上海钢联主营业务毛利率预测

| 毛利（百万元） | 2015   | 2016  | 2017  | 2018E | 2019E | 2020E  |
|---------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 交易服务业务  | -258.7 | 162.5 | 263.8 | 440.0 | 563.2 | 704.0  |
| 毛利率（%）  | 0.0%   | 0.4%  | 0.4%  | 0.5%  | 0.5%  | 0.5%   |
| 数据资讯业务  | 110.3  | 73.4  | 174.2 | 246.8 | 345.5 | 483.7  |
| 毛利率（%）  | 70.9%  | 40.5% | 72.0% | 72.0% | 72.0% | 72.0%  |
| 合计      | -142.8 | 305.6 | 444.7 | 686.8 | 908.7 | 1187.7 |
| 毛利率（%）  | -0.7%  | 0.7%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.8%   |

来源：中泰证券研究所

### 4、风险提示

- 大宗商品资讯行业竞争加剧风险：**我国资讯行业发展前景较好且细分领域众多，吸引企业不断进入，行业竞争也不断加剧。如果公司在行业竞争中不能及时推出相应符合客户需求的产品及高质量的服务，或在新领域拓展中不能快速抢占市场，则公司经营业绩或受到影响。

图表 19: 上海钢联盈利预测表

| 利润表 (百万元)  | 2017     | 2018E    | 2019E     | 2020E     |
|------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 营业收入       | 73,697.1 | 95,994.6 | 122,914.3 | 153,714.8 |
| 减:营业成本     | 73,252.4 | 95,307.8 | 122,005.6 | 152,527.1 |
| 营业税费       | 18.4     | 18.7     | 29.8      | 35.2      |
| 销售费用       | 160.8    | 178.6    | 110.6     | 107.6     |
| 管理费用       | 162.4    | 174.7    | 122.9     | 107.6     |
| 财务费用       | 21.2     | 127.4    | 299.6     | 405.1     |
| 资产减值损失     | 4.2      | 6.5      | 2.3       | 4.3       |
| 加:公允价值变动收益 | -13.1    | 7.8      | -0.8      | -2.1      |
| 投资和汇兑收益    | -1.7     | -3.7     | -4.3      | -3.2      |
| 营业利润       | 68.1     | 185.2    | 338.5     | 522.6     |
| 加:营业外净收支   | 2.8      | 4.5      | 4.0       | 3.8       |
| 利润总额       | 70.9     | 189.7    | 342.5     | 526.4     |
| 减:所得税      | 4.3      | 13.3     | 24.0      | 36.8      |
| 净利润        | 48.2     | 119.8    | 229.1     | 346.3     |

| 资产负债表 (百万元) | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 货币资金        | 811.2    | 7,679.6  | 9,833.1  | 12,297.2 |
| 交易性金融资产     | 12.0     | 19.8     | 18.9     | 16.9     |
| 应收帐款        | 912.3    | 447.7    | 789.1    | 992.6    |
| 应收票据        | 234.9    | 77.4     | 401.4    | 218.8    |
| 预付帐款        | 6,859.6  | 3,754.3  | 11,568.4 | 8,006.9  |
| 存货          | 889.5    | 1,320.2  | 1,452.6  | 1,987.8  |
| 其他流动资产      | 140.6    | 65.1     | 69.7     | 91.8     |
| 可供出售金融资产    | 74.8     | 73.2     | 75.6     | 74.5     |
| 持有至到期投资     | -        | -        | -        | -        |
| 长期股权投资      | 55.3     | 55.3     | 55.3     | 55.3     |
| 投资性房地产      | -        | -        | -        | -        |
| 固定资产        | 196.2    | 181.2    | 166.3    | 151.3    |
| 在建工程        | -        | -        | -        | -        |
| 无形资产        | 23.3     | 22.6     | 21.9     | 21.2     |
| 其他非流动资产     | 4.2      | 1.9      | 1.7      | 2.1      |
| 资产总额        | 10,213.8 | 13,698.3 | 24,454.0 | 23,916.5 |
| 短期债务        | 896.4    | 3,528.7  | 3,822.4  | 4,228.3  |
| 应付帐款        | 813.2    | 2,433.6  | 1,331.5  | 3,061.6  |
| 应付票据        | 332.4    | 328.6    | 610.4    | 531.5    |
| 其他流动负债      | 5,957.2  | 2,519.6  | 10,268.0 | 6,078.9  |
| 长期借款        | 5.0      | 2,500.7  | 5,714.2  | 6,820.7  |
| 其他非流动负债     | 35.5     | 38.2     | 37.8     | 37.2     |
| 负债总额        | 8,039.8  | 11,349.4 | 21,784.2 | 20,758.2 |
| 少数股东权益      | 1,349.8  | 1,406.4  | 1,495.8  | 1,639.1  |
| 股本          | 159.2    | 159.2    | 159.2    | 159.2    |
| 留存收益        | 665.1    | 783.3    | 1,014.7  | 1,359.9  |
| 股东权益        | 2,174.1  | 2,348.9  | 2,669.8  | 3,158.3  |
| 负债和股东权益合计   | 10,213.8 | 13,698.3 | 24,454.0 | 23,916.5 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017     | 2018E   | 2019E    | 2020E   |
|-------------|----------|---------|----------|---------|
| 净利润         | 66.6     | 119.8   | 229.1    | 346.3   |
| 加:折旧和摊销     | 15.7     | 15.6    | 15.6     | 15.6    |
| 资产减值准备      | 4.2      | -       | -        | -       |
| 公允价值变动损失    | 13.1     | 7.8     | -0.8     | -2.1    |
| 财务费用        | 30.2     | 127.4   | 299.6    | 405.1   |
| 投资收益        | 1.7      | 3.7     | 4.3      | 3.2     |
| 少数股东损益      | 18.4     | 56.6    | 89.4     | 143.2   |
| 营运资金的变动     | -1,529.6 | 1,563.7 | -1,692.1 | 444.1   |
| 经营活动产生现金流量  | -1,257.8 | 1,894.7 | -1,054.9 | 1,355.6 |
| 投资活动产生现金流量  | -7.3     | -17.8   | -5.0     | 1.9     |
| 融资活动产生现金流量  | 1,621.6  | 4,991.4 | 3,213.5  | 1,106.5 |
| 现金净流量       | 356.5    | 6,868.4 | 2,153.6  | 2,464.0 |

| 财务指标         | 2017   | 2018E  | 2019E  | 2020E |
|--------------|--------|--------|--------|-------|
| <b>成长性</b>   |        |        |        |       |
| 营业收入增长率      | 78.5%  | 30.3%  | 28.0%  | 25.1% |
| 营业利润增长率      | 150.6% | 171.9% | 82.8%  | 54.4% |
| 净利润增长率       | 118.0% | 148.7% | 91.2%  | 51.2% |
| EBITDA增长率    | 128.9% | 231.0% | 99.2%  | 44.3% |
| EBIT增长率      | 206.3% | 272.2% | 104.1% | 45.4% |
| 净资产增长率       | 100.3% | 8.0%   | 13.7%  | 18.3% |
| <b>利润率</b>   |        |        |        |       |
| 毛利率          | 0.6%   | 0.7%   | 0.7%   | 0.8%  |
| 营业利润率        | 0.1%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.3%  |
| 净利润率         | 0.1%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.2%  |
| EBITDA/营业收入  | 0.1%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.6%  |
| EBIT/营业收入    | 0.1%   | 0.3%   | 0.5%   | 0.6%  |
| <b>运营效率</b>  |        |        |        |       |
| 固定资产周转天数     | 1      | 1      | 1      | 0     |
| 流动资产周转天数     | 37     | 44     | 55     | 56    |
| 应收帐款周转天数     | 3      | 3      | 2      | 2     |
| 存货周转天数       | 4      | 4      | 4      | 4     |
| 总资产周转天数      | 39     | 45     | 56     | 57    |
| 投资资本周转天数     | 7      | 5      | 4      | 5     |
| <b>投资回报率</b> |        |        |        |       |
| ROE          | 5.8%   | 12.7%  | 19.5%  | 22.8% |
| ROA          | 0.7%   | 1.3%   | 1.3%   | 2.0%  |
| ROIC         | 10.2%  | 13.2%  | 94.8%  | 37.5% |
| <b>费用率</b>   |        |        |        |       |
| 销售费用率        | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%  |
| 管理费用率        | 0.2%   | 0.2%   | 0.1%   | 0.1%  |
| 财务费用率        | 0.0%   | 0.1%   | 0.2%   | 0.3%  |
| 三费/营业收入      | 0.5%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.4%  |

来源: 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。