

基础办公软件行业科创板公司：金山办公

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	计算机行业
报告发布日期	2019年10月29日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	浦俊懿
	021-63325888*6106
	pujunyi@orientsec.com.cn
证券分析师	游涓洋
	010-66210783
	youjuanyang@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860515080004
	执业证书编号：S0860515080001

联系人	陈超
	021-63325888-3144
	chenchao3@orientsec.com.cn
联系人	徐宝龙
	021-63325888-7900
	xubaolong@orientsec.com.cn

相关报告

科创板受理信息安全公司一览：	2019-08-25
信息安全行业科创板公司：安恒信息：	2019-07-08
视觉人工智能行业科创板公司：虹软科技：	2019-07-04

核心观点

- 6月13日，科创板正式开板，众多科技型企业备受关注，其中就包括国内领先的办公软件和服务提供商——金山办公。本报告将详细阐述基础办公软件行业的发展情况并对金山办公作一定分析。

核心观点

- 国内基础办公软件行业的核心驱动因素是自主可控+软件正版化、办公场景移动化和云服务转型。随着移动互联网的日益普及，客户对于移动协同办公的需求不断上升。云服务模式方便了使用者之间的连接，促进了协同办公。在国家推进软件正版化、自主可控与信息安全的导向下，基础办公软件行业将迎来发展良机。
- 目前国内办公软件市场集中度高，金山办公和微软形成双寡头垄断格局。金山和微软在场景发展布局方面各有侧重，微软以PC端为主，金山办公发力移动端。从盈利模式看，微软主要依靠产品使用授权及办公服务订阅模式，金山办公除了这两种盈利模式外，还包括互联网广告推广模式。
- 金山办公营收及利润保持高速增长，费用控制亦趋于良好。公司营收及归母净利润保持高速增长，2016年-2018年营收CAGR超过40%，归母净利润CAGR超过50%。公司重视研发投入，近三年研发费用率保持在35%以上。得益于管理费用的有效控制，整体期间费用率呈现逐年下降趋势。

投资建议与投资标的

- 关注办公软件行业，该行业在移动化、智能化时代里将迎来新变革，自主可控需求将使国产办公软件企业迎来机遇。国内移动端渗透率仍有增长空间，需重视移动化办公增长空间，现有客户中付费率将进一步提升，业务集成度进一步提高。

风险提示

- 政策落地不及预期的风险；
- 行业竞争加剧风险

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，(上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、基础办公软件行业:再遇变革，迎来发展机遇	4
1.1 行业历经四个阶段，目前主要处于移动化及云化阶段	4
1.2 办公场景移动化、自主可控+软件正版化、云服务转型成为行业发展的核心驱动因素 ..	5
1.3 软件使用授权、办公服务订阅以及互联网广告推广为行业内主要的盈利模式。	8
二、行业竞争态势：金山办公与微软的对比分析	9
2.1 金山办公和微软形成双寡头垄断格局	9
2.2 金山办公和微软在场景布局方面各有侧重，微软以 PC 端为主，金山办公发力移动端	10
2.3 二者收入来源与用户结构有显著差异	11
三、金山办公财务分析	12
投资建议	15
风险提示	15

图表目录

图 1: 办公软件行业发展历程	5
图 2: 国内网民规模及互联网普及率 (亿人, %)	6
图 3: 国内手机网民规模及占比 (亿人, %)	6
图 4: 中国软件行业云转型发展历程.....	6
图 5: 2016 年-2019 年 3 月金山办公月活及付费用户占比 (万, %)	7
图 6: 中国基础办公软件市场规模 (亿元)	8
图 7: 中国办公软件用户规模及增速 (亿人, %)	8
图 8: 基础办公软件主要的盈利模式.....	9
图 9: 金山办公主要产品及服务矩阵.....	10
图 10: 微软 Office 365 产品系列.....	10
图 11: 2019Q1 国内 PC 操作系统分布情况	11
图 12: 2018 年各手机品牌预装 WPS 获取激活数量占比	11
图 13: 微软 2018 年 Office 用户收入结构	11
图 14: 金山办公 2018 办公服务订阅业务用户结构	11
图 15: 金山办公营业收入及增速 (亿, %)	13
图 16: 金山办公 2018 主营业务收入构成	13
图 17: 金山办公归母净利润及同比增速 (亿, %)	13
图 18: 金山办公毛利率变动情况	13
图 19: 金山办公销售费用规模及营收占比 (百万, %)	14
图 20: 金山办公管理费用规模及营收占比 (百万, %)	14
图 21: 金山办公研发费用规模及营收占比 (百万, %)	14
图 22: 金山办公期间费用规模及营收占比 (百万, %)	14
表 1: 办公软件行业主要企业	4
表 2: 传统软件与 SaaS 软件区别	7
表 3: WPS 与 Microsoft Office 软件区别.....	10
表 4: MS Office 及金山办公客户端支持程度对比	12

一、基础办公软件行业:再遇变革，迎来发展机遇

1.1 行业历经四个阶段，目前主要处于移动化及云化阶段

办公软件通常指一整套捆绑在一起的效率型应用程序的集合，包含文字处理器、电子表格和演示程序等，主要用于简化工作人员的任务和流程，帮助企业和个人用户提高生产力。本文研究关注国内市场、具有上述功能的办公软件行业。国内市场目前主要有微软 Office 和金山 WPS 两款产品，另外还有苹果 iWork、永中 Office、中标普华等。

表 1：办公软件行业主要企业

公司	软件	简介
微软	Microsoft Office	微软是世界个人计算机软件开发先导，Microsoft Office 是微软公司开发的一套基于 Windows 操作系统的办公软件套装，常用组件有 Word、Excel、Powerpoint 等，Microsoft Office 目前已成为世界知名办公软件。
谷歌	G Suite	谷歌的 G Suite 办公套件是一套在线办公软件，可以通过云端处理和搜索文档、表格、幻灯片，具体包括 Gmail、日历、云端硬盘等核心服务以及 Google+、环聊、Blogger 等附加服务，并具备与其他 G Suite 用户云端分享文件、编辑文件等功能。
苹果	iWork	iWork 是苹果公司为 Mac OS X 和 iOS 操作系统开发的办公室软件，包括文档、电子表格和演示文稿等产品。
金山	WPS Office	包括 WPS Office 桌面版及 WPS Office 移动版，支持阅读和输出 PDF 文件、全面兼容微软 97-2010 格式（doc/docx/xls/xlsx/ppt/pptx 等）独特优势。覆盖 Windows、Linux、Android、iOS 等多个平台。
永中	永中 Office	永中 Office 套件主要包含文字处理、电子表格和简报制作等应用，可以在 Windows、Linux 等多个不同操作系统上运行。随着云计算和移动互联网时代的来临，永中也推出了永中云办公系统。
中标	中标普华 Office	中标软件有限公司是中国 Linux 操作系统和办公软件产品提供商和服务商，公司先后推出了中标麒麟可信操作系统、中标麒麟安全云操作系统、中标麒麟高级服务器操作系统、中标普华 Office 等。

数据来源：招股说明书，东方证券研究所

办公软件行业共经历四个发展阶段：传统软件的桌面办公时代、向 SaaS 软件转型的移动办公时代、云办公时代及智能办公时代。目前行业主要处于移动化及云化阶段，同时智能办公已成为行业内众多厂商未来的战略重点。

图 1：办公软件行业发展历程

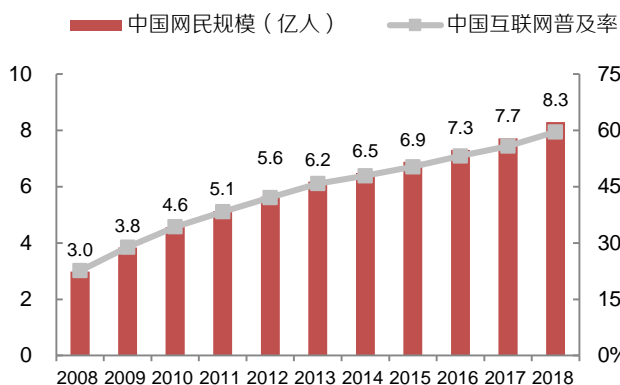


数据来源：东方证券研究所

1.2 办公场景移动化、自主可控+软件正版化、云服务转型成为行业发展的核心驱动因素

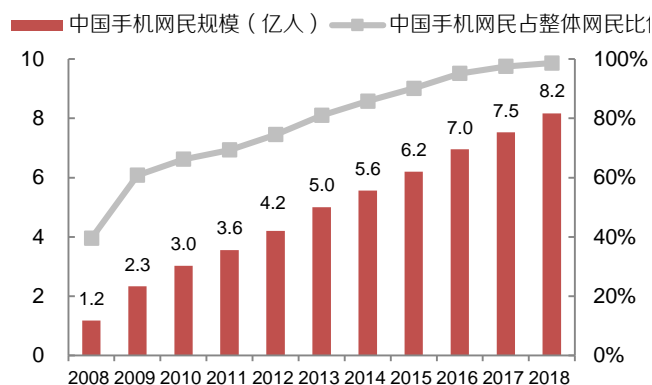
互联网浪潮奠定用户基础，智能移动终端的普及使得移动化场景下协同化办公需求增加。近年来国内网民规模不断扩大，互联网普及率也逐年提升。2018年国内网民总数达到8.3亿人，互联网普及率达到59.6%，其中手机网民的占比已达到98.6%，这也与近年来智能手机出货量快速增加相互验证。随着移动终端的普及，办公模式也开始产生变化，移动端办公成为不可小觑的场景。云服务模式方便了使用者之间的连接，促进了协同办公。在此趋势下，各办公软件企业纷纷推出了协同办公以增强对2B端客户的吸引力。协同办公的存在增强了网络外部性，提高了网络效应，即使用一款办公软件产品的人越多，为了查看、编辑和分享的便捷，往往周边的人都会逐渐转向使用这款产品。

图 2：国内网民规模及互联网普及率（亿人，%）



数据来源：CNNIC，东方证券研究所

图 3：国内手机网民规模及占比（亿人，%）



数据来源：CNNIC，东方证券研究所

自主可控和软件正版化使国产办公软件迎来发展良机。 为鼓励软件行业的发展，国家有关部门先后颁布了一系列优惠政策，营造了行业发展的优良政策环境。基础办公软件作为软件的基础部分，也从中受益。同时，国家还制定了一系列自主知识产权软件的推广措施，推动软件的正版化，并在自主可控与信息安全的导向下，国产办公软件在内的基础软件在国家党政、军队和事业单位等重点行业的应用将更加广泛，行业也迎来了新的发展机遇。

图 4：中国软件行业云转型发展历程



数据来源：东方证券研究所

云转型成为基础办公软件发展的必然趋势，能够为产品增值。 软件云转型将带来以下几点重要转变：一是商业模式的变化：从“一次性付费终身使用”到“按需付费，阶段性使用”，能够降低用户付费门槛、有效打击盗版，也有助于提升客户的全生命周期价值，提升 ARPU 值（每用户平均收入），增加收入的稳定性和账面盈利质量。二是技术驱动产品形态升级：从“仅支持单机使用”到“联网使用享受数据、协同、交易等增值服务”。三，服务能力的升级：从“以销售为目的的服务模式”到“以客户留存为目的的服务伙伴型模式”，有助于提高用户粘性。

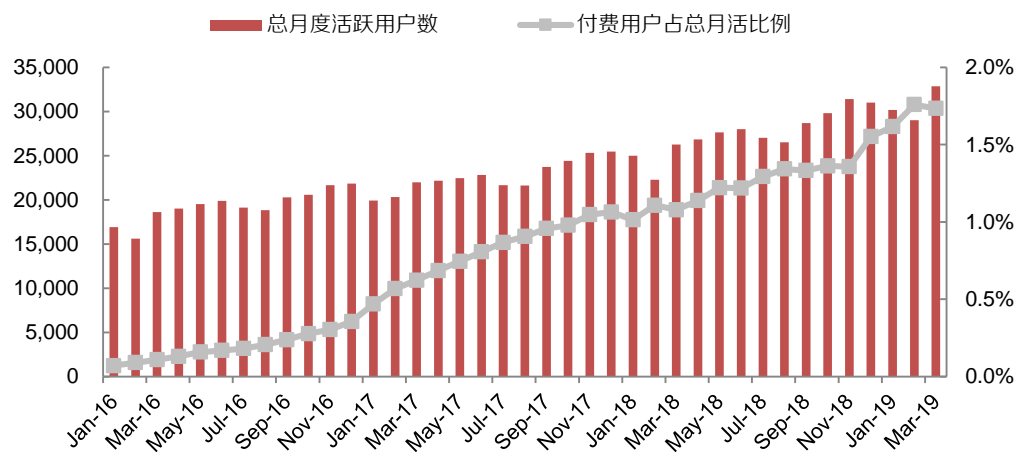
表 2：传统软件与 SaaS 软件区别

	传统软件	SaaS 软件	SaaS 软件优势
交互模式	通过光盘等磁盘介质或以软件下载方式交互客户，由厂商技术人员完成客户端安装	只要有设备能够连接并浏览互联网，客户就可以随时随地接入软件系统	用户接入更为便捷，提高新增用户数
付费模式	一次性付费	按需付费。通过租赁方式，定期支付租用的在线软件服务	用户能够快速选择并订阅不同的产品模块，满足更多用户需求，也有利于实现产品包装方式的多元
管理维护	为保证系统不间断运行，需要配置 IT 专业人员。同时支付软件升级更新费用	系统的维护和更新由 SaaS 厂商负责	降低用户维护成本
经济与技术风险	技术风险由客户承担，一旦部署失败或软件运行失效，将面临损失	技术风险由软件供应商承担，客户更专注于核心业务	降低用户使用技术风险
数据安全性	安装在用户自己的服务器下，数据可控	存放在软件商云服务器，数据的隐私性及安全性受到考验	——

数据来源：东方证券研究所

移动化场景的普及，自主可控与软件正版化的推动，以及云服务带来的产品功能多样化以及服务质量的提升，促使国产办公软件的用户付费意愿不断提升。以金山办公付费用户占比来看，自 2016 年初至 2019 年 3 月，其月活呈现上升趋势，2019 年 3 月月活总数达到 3.29 亿，付费用户占总月活比例也不断提升，由 0.07% 提升至约 1.73%，无论是月活总数还是付费用户占比未来都有不小的提升空间。

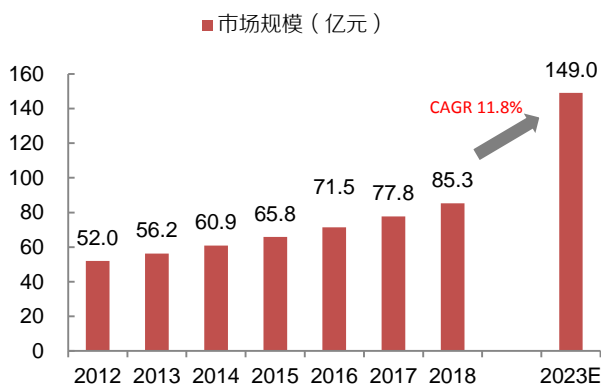
图 5：2016 年-2019 年 3 月金山办公月活及付费用户占比（万，%）



数据来源：招股书，东方证券研究所

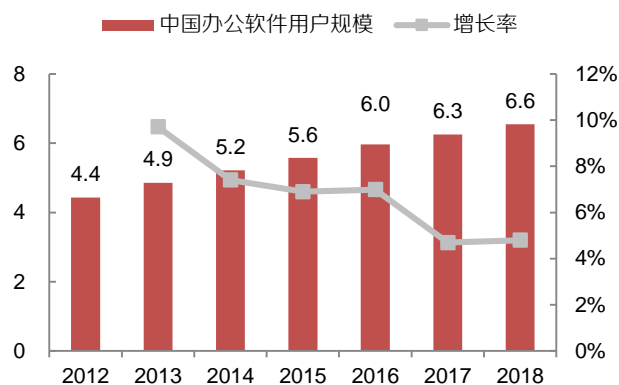
我国基础办公软件行业市场规模呈上升趋势，用户规模增速逐步减缓。2018 年我国基础办公软件的市场规模为 85.34 亿元，相较 2017 年同比增长 9.7%，预计到 2023 年市场规模将达到 149.04 亿元，2018-2023 年 CAGR 为 11.8%。2018 年中国基础办公软件用户规模为 6.55 亿，相较 2017 年同比增长 4.75%，增速逐步放缓。随着信息化的进一步推进，基础办公软件向各个行业的渗透率将会提升，带来用户规模进一步增长。同时用户对于办公需求不断提升，从原来简单的“单机使用产品功能”逐步转变到现在的“联网使用享受数据、协同、交易等增值产品服务”，用户付费比例将不断提高，基础办公软件市场规模也将不断壮大。同时，这些用户数据未来所带来的变现价值，也将为办公软件厂商带来巨大经济效益。

图 6：中国基础办公软件市场规模（亿元）



数据来源：计世资讯，东方证券研究所

图 7：中国办公软件用户规模及增速（亿人，%）

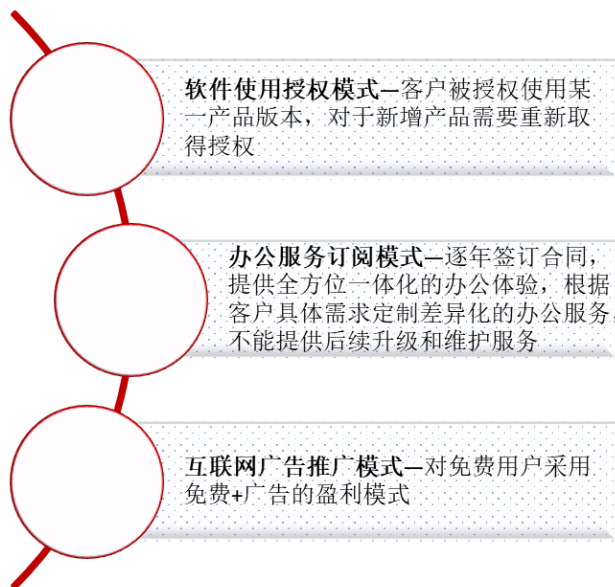


数据来源：计世资讯，东方证券研究所

1.3 软件使用授权、办公服务订阅以及互联网广告推广为行业内主要的盈利模式。

办公软件行业主要有三种盈利模式：软件使用授权模式、办公服务订阅模式以及互联网广告推广模式。软件使用授权模式：客户被授权使用某一产品版本，对于新增产品需要重新取得授权。办公服务订阅模式：逐年签订合同，提供全方位一体化的办公体验，根据客户具体需求定制差异化的办公服务，不能提供后续升级和维护服务；互联网广告推广模式：对免费用户采用免费+广告的盈利模式。

图 8：基础办公软件主要的盈利模式



数据来源：东方证券研究所

二、行业竞争态势：金山办公与微软的对比分析

2.1 金山办公和微软形成双寡头垄断格局

目前国内基本形成金山办公及微软形成双寡头垄断的格局。根据计世资讯和金山办公招股书数据显示，2016-2018 年期间，金山办公 WPS Office 办公软件用户占国内办公市场用户总规模的 27.81%、38.40%及 42.75%，呈不断上升趋势，遥遥领先于其他国内办公软件厂商，并与国际主流办公软件厂商同场竞技。而 Microsoft Office 则是微软开发的一套世界知名办公软件套装。常用组件有 word、Excel、PowerPoint 等。截至 2019 年 3 月末，Office 365 的订阅数约为 3,420 万。

产品性能差异无几，WPS 性价比显著。从产品性能上来看，WPS 与 Microsoft Office 已经相差无几，根据公开测评结果，WPS 2019 已经在基础功能上实现对 MS Office 99%的等效替代。Microsoft Office 虽然在电脑端的应用更有经验，但 WPS 深耕不同设备的同步协作，在移动端甚至更有优势，无论是个人应用还是团队协同办公都更符合用户使用诉求。在定价方面，WPS 具有更明显的性价比优势，个人版和企业基础版均为永久免费。

图 9：金山办公主要产品及服务矩阵





数据来源：招股书，东方证券研究所

图 10：微软 Office 365 产品系列



数据来源：微软官网，东方证券研究所

表 3：WPS 与 Microsoft Office 软件区别

	金山 WPS 办公软件	微软 Microsoft Office
		
场景发展战略	2011 年实现移动端办公，2013 年起发展云服务	2011 年推出完整的云中服务 Office365，此后不断完善多平台适配
云布局	有自己的金山云，且与阿里云合作	微软有目前全球领先的 Azure 云服务
销售模式	手机预装	具有与 Windows 操作系统捆绑销售优势
业务集合程度	仅包含基础办公功能及 PDF 阅读	Office 全家桶与邮件日历等相结合，联合 Linked in 等其他商务业务，具有更完整的办公体验
价格对比	有免费版，收费在价格上也有优势	付费
盈利模式	具有上述三种盈利模式	无互联网广告推广
用户结构	以个人用户为主	以企业级客户为主
政策差异	国产软件，能满足自主可控需求	无法满足自主可控
技术水平	每年研发费用率 35%左右	拥有全球领先水平的研发团队，每年上百亿的科技投入

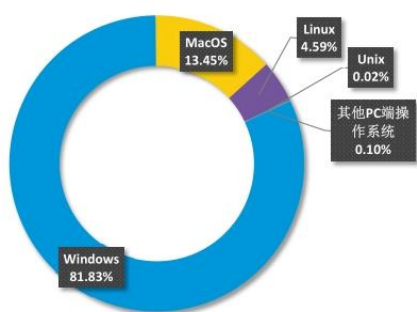
数据来源：东方证券研究所

2.2 金山办公和微软在场景布局方面各有侧重，微软以 PC 端为主，金山办公发力移动端

金山和微软销售模式各有优劣，微软侧重与 pc 端入口绑定，金山在移动端更有优势。PC 互联网时代有三大流量入口：操作系统、门户网站和搜索引擎。上世纪 90 年代，微软、雅虎和谷歌分别占据了上述三个流量入口，从而成为全球科技巨头。微软的 Windows 操作系统在全球 PC 操作系统市场占有绝对优势。掌握了 Windows 这一重要流量入口，微软将 Office 与 Windows 捆绑销售，获得一定销售优势。但直到 2014 年，微软才推出移动端的 Office。

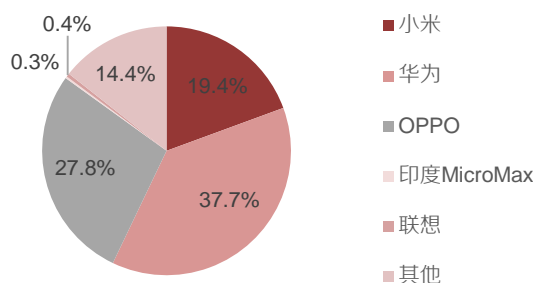
随着移动互联网的爆发，流量人口转为移动端的应用商店和手机预装。金山早在 2011 年快速推出 Android 版移动办公产品，2012 年开发 iOS 产品，换赛道超车，抢占了移动版全球办公市场领先地位，并赢得了相当规模的用户群体，构建了闭环的商业模式。当前金山办公与多家手机厂商合作，其中以小米、华为及 OPPO 为主，用手机预装的销售模式赢得移动端优势，2018 年 WPS 通过手机预装获取激活数量达到 1.89 亿。目前 WPS Office 移动版已经成为国内市场中月活跃用户第一位的移动端办公软件产品，覆盖全球超过 220 个国家和地区。

图 11：2019Q1 国内 PC 操作系统分布情况



数据来源：CNCERT，东方证券研究所

图 12：2018 年各手机品牌预装 WPS 获取激活数量占比

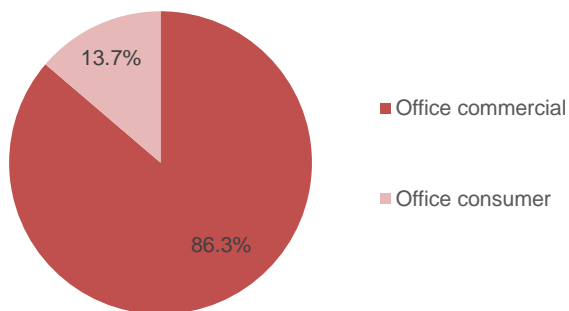


数据来源：招股书，东方证券研究所

2.3 二者收入来源与用户结构有显著差异

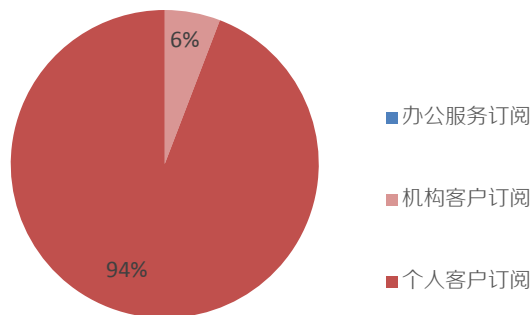
微软仅有产品使用授权及办公服务订阅收入，而金山则产品使用授权收入、办公服务订阅收入、互联网广告推广收入三者皆有。究其原因，一为企业基因导致微软并无互联网广告收费传统，二则因为微软进入移动办公较晚，为抢占市场，采取对移动端基础办公（无云端存储等功能）提供免费无广告服务。而从用户结构上，微软客户以机构客户为主，占到 86%。而金山办公虽未公布其总体的用户结构，但其办公服务订阅部分，来自个人客户收入占 94%，且由于互联网推广主要正对个人客户，由此我们认为金山办公客户暂以个人客户为主。

图 13：微软 2018 年 Office 用户收入结构



数据来源：公司年报，东方证券研究所
















图 14：金山办公 2018 办公服务订阅业务用户结构



数据来源：招股书，东方证券研究所

对比微软，金山办公的核心竞争优势在于便宜便捷、兼容度高。从自身价值出发：金山办公占用内存小，价格具有优势，且具备本土优势。从社交价值出发：金山全面与微软兼容，降低微软 Office 的网络外部性。金山与微软相互兼容能够削弱微软的网络效应，用户不必使用微软也能与他人合作办公。并且金山抢先推出移动端，并采取付费获得手机预装的策略，快速抢占移动端市场。具有本土优势，可进一步扩充金山影响力，甚至考虑反哺 PC 端。另外，在目前国产化替代浪潮中，目前金山已适配中标麒麟等国产操作系统。

表 4：MS Office 及金山办公客户端支持程度对比

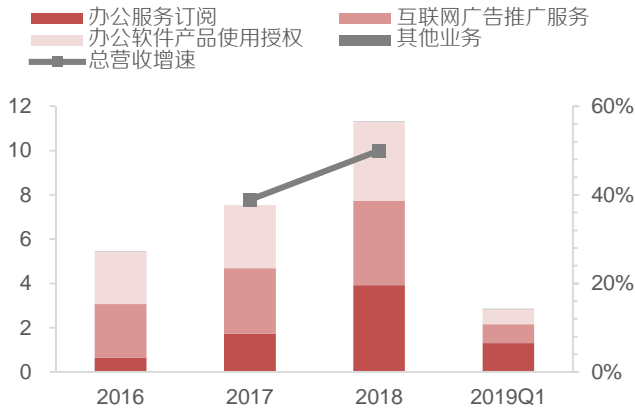
	金山 WPS Office 2019 	微软 Microsoft Office 2019 
Windows 系统		
Mac OS		
Linux		
Android		
iOS		
Web		
CPU 支持	X86、ARM、龙芯、飞腾、兆芯、申威	X86
国产操作系统	中标麒麟、银河麒麟、深度、新支点等主流国产操作系统	

数据来源：招股书，东方证券研究所

三、金山办公财务分析

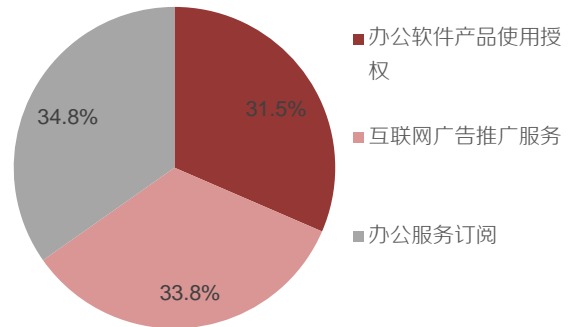
公司营收高速增长，办公服务订阅业务占比不断提升。2016-2018 年，公司营收分别为 5.42、7.53、11.30 亿元，近两年 CAGR 达到 44.30%，保持高速增长趋势。从收入结构看，2018 年办公软件产品使用权、互联网广告推广服务以及办公服务订阅三项主营业务营收占比相近，分别为 31.49%、33.75%、34.76%。其中办公服务订阅业务增长最快，收入占比从 2016 年的 11.83% 提升至 2018 年的 34.76%，2019Q1 占比达到 45.78%。

图 15：金山办公营业收入及增速（亿，%）



数据来源：招股书，东方证券研究所

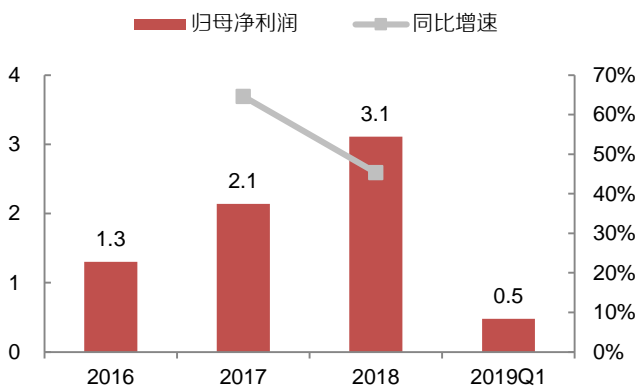
图 16：金山办公 2018 主营业务收入构成



数据来源：招股书，东方证券研究所

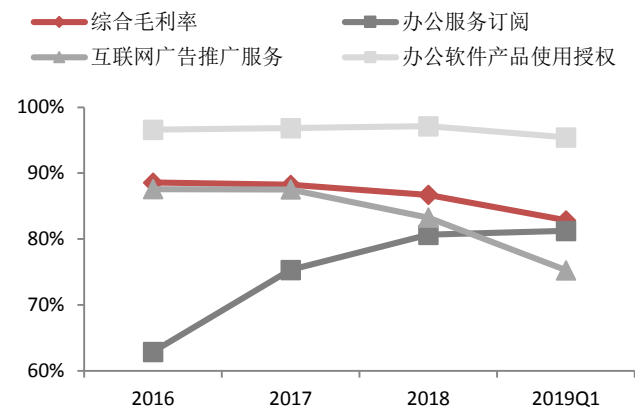
公司毛利率水平基本稳定，归母净利润维持高增长。公司归母净利润从 2016 年的 1.30 亿增长到 2018 年的 3.11 亿，CAGR 达到 54.67%。2016–2018 年公司综合毛利率分别为 88.58%、88.23%、86.71%，基本保持稳定。从各项业务毛利率看，办公软件产品使用授权业务毛利率较高且保持稳定，近三年分别为 96.60%、96.84%、97.14%。互联网广告推广业务毛利率 2018 年开始下滑，主要原因在于 2018 年以来个人用户规模的增长导致 IDC 服务器租赁及 CDN 带宽服务成本增加较快，但同期业务收入增速放缓。办公服务订阅业务 2016–2018 年毛利率分别为 62.86%、75.31%、80.65%，呈现持续上升趋势，主要系公司加大对个人客户订阅业务的投入，推出了包括稻壳儿模板下载、稻壳会员等产品及服务，受益于个人用户数量整体增加带来的规模效应，收入增速大于成本增速使得毛利率持续提升。

图 17：金山办公归母净利润及同比增速（亿，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

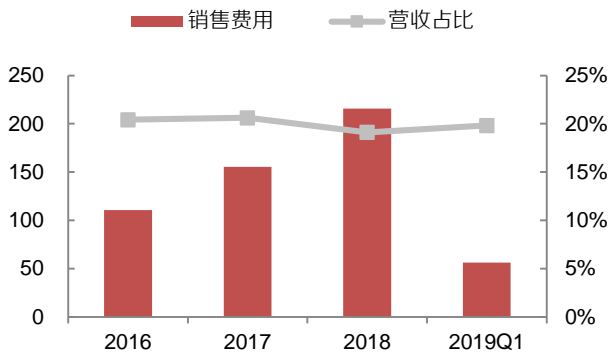
图 18：金山办公毛利率变动情况



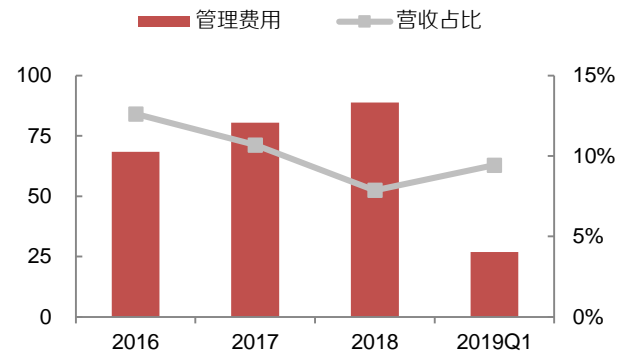
数据来源：Wind，东方证券研究所

公司重视研发投入，费用控制趋于良好。公司一直保持较高的研发投入，近三年研发费用率分别为 39.4%、35.3%、37.8%。公司采取直销、代理商经销以及第三方平台合作推广相结合的销售模式，

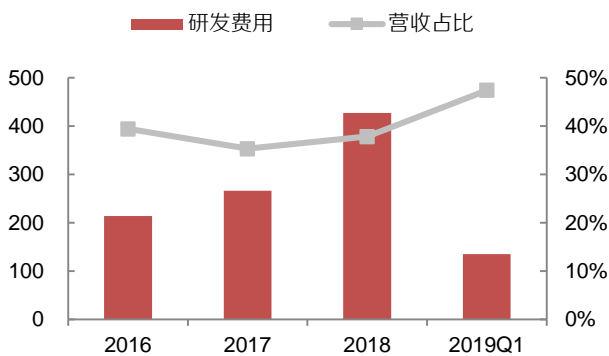
近三年销售费用率保持在 20%左右。公司期间费用率逐年降低，从 2016 年的 72.2% 下降到 2018 年的 64.6%，主要得益于管理费用有效控制。2018 年公司管理费用率达到 7.9%，相比 2016 年下降 4.7pct。

图 19：金山办公销售费用规模及营收占比（百万，%）


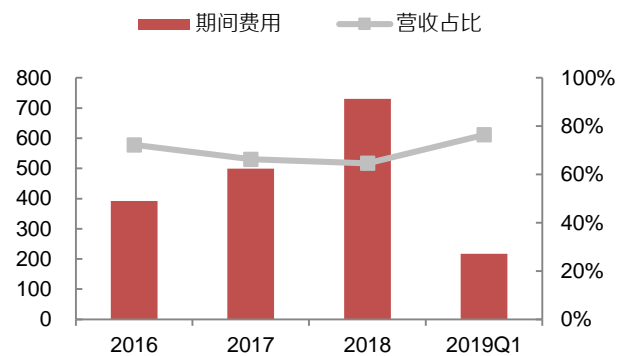
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：金山办公管理费用规模及营收占比（百万，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：金山办公研发费用规模及营收占比（百万，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 22：金山办公期间费用规模及营收占比（百万，%）


数据来源：Wind，东方证券研究所

投资建议

关注办公软件行业，该行业在移动化、智能化时代里将迎来新变革。自主可控需求将使国产办公软件企业迎来机遇。国内移动端渗透率仍有增长空间，需重视移动化办公增长空间，现有客户中付费率将进一步提升，业务集成度进一步提高。

风险提示

政策落地不及预期的风险：在国家多项政策的推动下，国产化软件迎来发展良机，基础办公软件行业同样收益，但若政策落地不及预期，行业发展将受到不利影响。

行业竞争加剧风险：当前国内基础办公软件市场包含金山办公 WPS、微软 Office、苹果 iWork、永中 Office、中标普华等产品，若各厂商竞争加剧，同样对行业发展产生不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

