

2020年04月19日

光环新网 (300383.SZ)

动态分析

业绩稳健增长，拟定增加码 IDC 资源扩张

投资要点

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年营收 70.97 亿元，同比增长 17.83%；归母净利润 8.25 亿元，同比增长 23.54%。4Q19 实现营收 17.16 亿元，同比增长 11.31%，归母净利润 2.13 亿元，同比增长 10.92%。1Q20 营收 24.14 亿元，同比增长 48.21%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 13.17%，位于预告业绩区间中值。

◆ **业绩稳健增长，现金流表现良好：**2019 年公司业绩符合预期，收入、利润高速增长整体较一致，业绩增长主要来自 IDC 上架机柜的提升及云计算业务的稳步发展。疫情对公司 Q1 影响中性。IDC 上架率提升+云计算高速增长，带动收入高增。但供给端存在服务器的交付和建设延期问题，费用端存在人员复工压力，对 Q1 净利润释放产生一定影响。分业务看，19 年公司数据中心保持较快增速，云业务稳健增长。（1）IDC 及其增值服务业务收入为 15.61 亿元，同比增长 20.7%，占总营收比为 24.8%，可供运营的机柜超过 3.6 万个。（2）云计算营收 52.12 亿元，同比增长 19.11%，占总收入比重进一步提高至 73.44%。毛利率方面，2019 年公司整体毛利为 21.54%，同比提升 0.26pct.，其中 IDC 及增值服务业务毛利率 54.5%，同比下滑 2.2pct.，推测是由于议价能力较强的大客户占比提升所致，云计算毛利率 11.7%，同比提升 0.9pct.。现金流方面，公司 2019 年经营活动现金流净额实现 6.03 亿元，同比增加 2.7%，主要系业务稳定持续发展，销售商品收款增加；2020 年 Q1 公司经营活动现金流实现由负转正。

◆ **IDC 及云业务回顾与展望：**（1）公司自建数据中心规模进一步扩大，京津冀地区和长三角地区的 IDC 业务布局已初步完成。公司在北京、上海及其周边地区拥有多处高品质数据中心，可供运营的机柜超过 3.6 万个。2019 年，公司积极推进自建数据中心项目，各项目达产后，公司将拥有约 10 万个机柜的服务能力，数据中心资源优势明显。2020 年将新开建长沙项目及继续提升运维能力，同时拟向特定对象非公开发行股票，募集资金不超过 50 亿元，进一步加码公司 IDC 建设和补充流动资金。（2）云计算业务：提供全方位服务，赋能能力进一步提升。公司一方面将继续运营的 AWS 中国（北京）区域云服务，一方面也将继续开拓云计算增值业务服务，拓展全国云计算服务，云计算业务业绩有望稳健提升。

◆ **投资建议：**我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 85.2 亿、102.48 亿、123.35 亿，EPS 分别是 0.65 元、0.79 元、0.95 元，对应 PE 分别 38.5、31.7、26.4 倍。全球云计算市场存在开放趋势，公司 IDC+云计算双轮驱动，长期受益于云计算市场的开放。维持公司“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**流量需求不及预期；IDC 产业进度不及预期；市场竞争加剧，毛利率持续下滑；IDC 机房交付和销售进度低于预期。

通信 | 增值服务 III

投资评级

买入-A(维持)

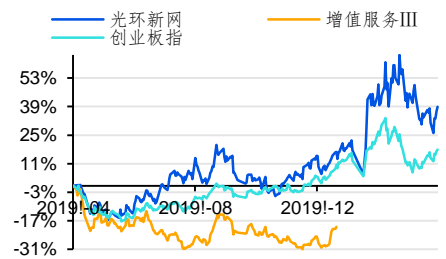
股价(2020-04-17)

25.07 元

交易数据

总市值(百万元)	38,686.52
流通市值(百万元)	37,313.31
总股本(百万股)	1,543.14
流通股本(百万股)	1,488.37
12个月价格区间	14.63/31.50 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.89	12.75	15.25
绝对收益	0.2	17.31	33.81

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

分析师

曾捷
 SAC 执业证书编号: S0910518110001
 zengjie@huajinsec.cn

相关报告

光环新网：IDC 核心资源进一步扩充，云计算稳步推进 2019-04-19

光环新网：业绩保持高增长，主业价值凸显 2019-01-29

光环新网：IDC 业务步入收获期，云计算拓展新空间 2018-10-29

光环新网：云计算规模持续扩大，IDC 业务增长动力十足 2018-08-16

光环新网：并购获证监会核准批复，公司 IDC 业务价值值得重视 2018-07-31

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,023	7,097	8,525	10,248	12,335
YoY(%)	47.7	17.8	20.1	20.2	20.4
净利润(百万元)	667	825	1,004	1,221	1,465
YoY(%)	53.1	23.5	21.7	21.6	20.0
毛利率(%)	21.3	21.5	20.9	20.8	20.8
EPS(摊薄/元)	0.43	0.53	0.65	0.79	0.95
ROE(%)	9.1	9.5	10.7	11.4	12.2
P/E(倍)	58.0	46.9	38.5	31.7	26.4
P/B(倍)	5.2	4.6	4.2	3.7	3.2
净利率(%)	11.1	11.6	11.8	11.9	11.9

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、19年财务指标分析：业绩稳健增长，现金流表现良好	4
----------------------------------	---

二、IDC 及云业务回顾与展望.....	7
IDC 业务：京津冀及长三角布局初步完成，拟募资加码核心城市投入	7
云计算业务：提供全方位服务，赋能能力进一步提升	8
三、盈利预测与投资建议.....	9
收入预测及假设	9
投资建议.....	10
风险提示：	10

图表目录

图 1：公司营业总收入及增速.....	4
图 2：公司（扣非）归母净利润及增速	4
图 3：公司单季度营收及增速.....	4
图 4：公司单季度归母净利润及增速	4
图 5：公司营收拆分	5
图 6：公司各业务营收增速	5
图 7：公司整体毛利率净利率变化	5
图 8：公司各业务毛利率变化情况	5
图 9：公司整体费用率变化情况	6
图 10：公司单季度费用率情况.....	6
图 11：公司营收增速与营收增速情况	6
图 12：公司应收账款/营收情况.....	6
图 13：公司在建工程期末余额情况	6
图 14：公司固定资产期末余额情况	6
图 15：公司现金流量情况.....	7
图 16：公司单季度现金流量情况	7
图 17：光环云网覆盖范围.....	9
表 1：公司 2019 年推动 IDC 项目进展情况	7
表 2：公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案	8
表 3：光环新网主营业务预测表	10

一、19年财务指标分析：业绩稳健增长，现金流表现良好

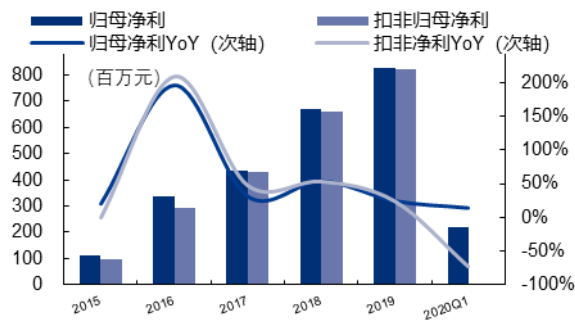
公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年营收 70.97 亿元，同比增长 17.83%；归母净利润 8.25 亿元，同比增长 23.54%。4Q19 实现营收 17.16 亿元，同比增长 11.31%，归母净利润 2.13 亿元，同比增长 10.92%。2019 年公司业绩符合预期，收入、利润高速增长整体较一致，业绩增长主要来自 IDC 上架机柜的提升及云计算业务的稳步发展。

图 1：公司营业总收入及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

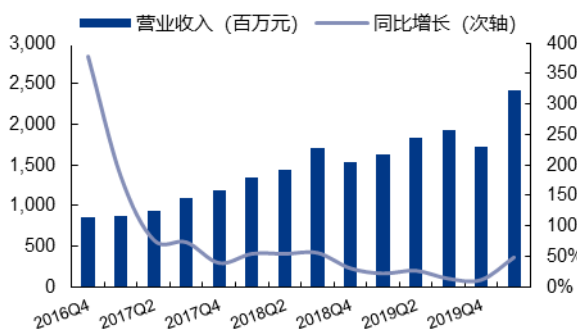
图 2：公司（扣非）归母净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

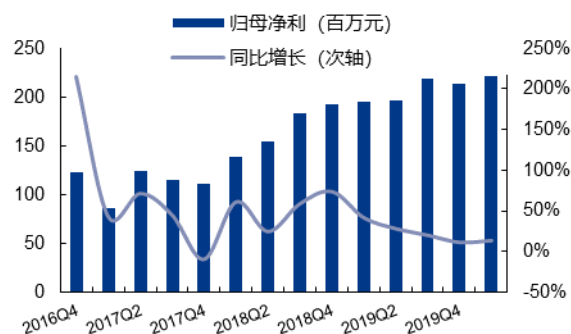
1Q20 营收 24.14 亿元，同比增长 48.21%；归母净利润 2.21 亿元，同比增长 13.17%，位于预告业绩区间中值。疫情对公司 Q1 影响中性。IDC 上架率提升+云计算高速增长，带动收入高增。但供给端存在服务器的交付和建设延期问题，费用端存在人员复工压力，对 Q1 净利润释放产生一定影响。

图 3：公司单季度营收及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润及增速

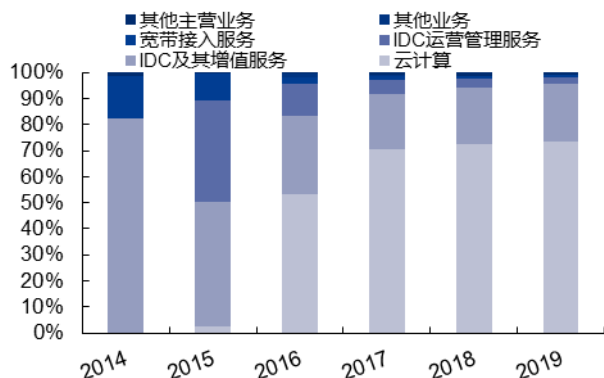


资料来源：wind, 华金证券研究所

分业务看，19 年公司数据中心保持较快增速，云业务稳健增长。（1）IDC 及其增值服务业务收入为 15.61 亿元，同比增长 20.7%，占总营收比为 24.8%，可供运营的机柜超过 3.6 万个。其中，1）IDC 及其增值服务业务 2019 年营收 15.61 亿元，同比增长 20.8%，占总营收比为 21.99%；2）IDC 运营管理服务 2019 年营收 1.98 亿元，同比增长 0.92%，占总营收比为 2.79%。（2）云计算营收 52.12 亿元，同比增长 19.11%，占总收入比重进一步提高至 73.44%。其中 1）AWS 云计算业务：2019 年实现收入 21.88 亿元，同比增长

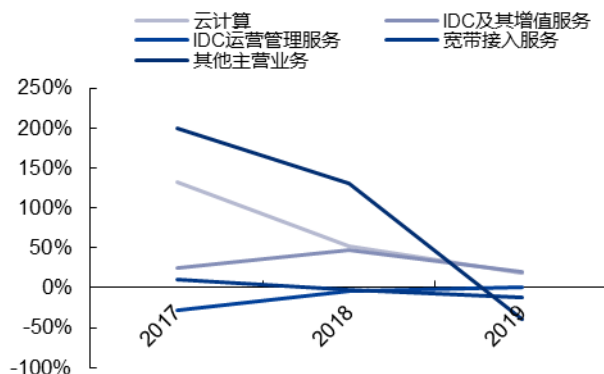
6.61%，占总营收比为 30.82%；2) 无双科技：2019 年实现营收 30.24 亿元，同比增长 30.1%，占总营收比为 42.61%。

图 5：公司营收拆分



资料来源: wind, 华金证券研究所

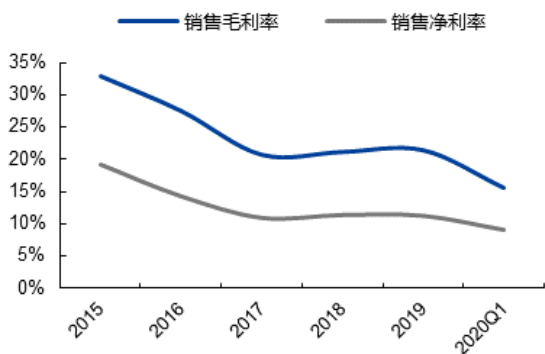
图 6：公司各业务营收增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

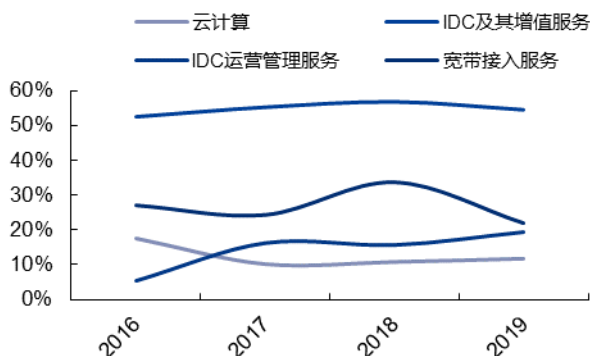
毛利率方面，2019 年公司整体毛利为 21.54%，同比提升 0.26pct.，分业务看，IDC 及增值服务业务毛利率 54.5%，同比下滑 2.2pct.，推测是由于议价能力较强的大客户占比提升所致，云计算毛利率 11.7%，同比提升 0.9pct.。

图 7：公司整体毛利率净利率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

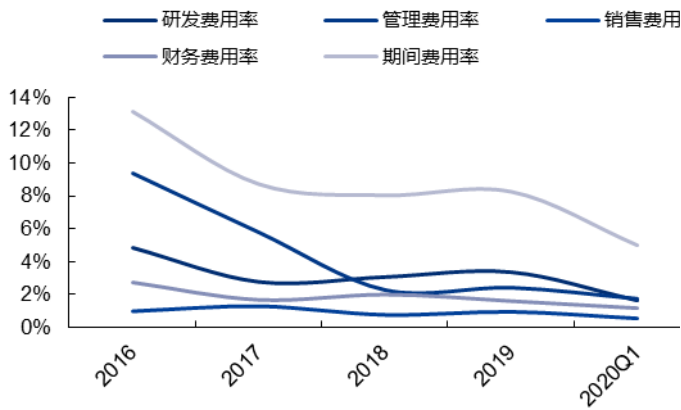
图 8：公司各业务毛利率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

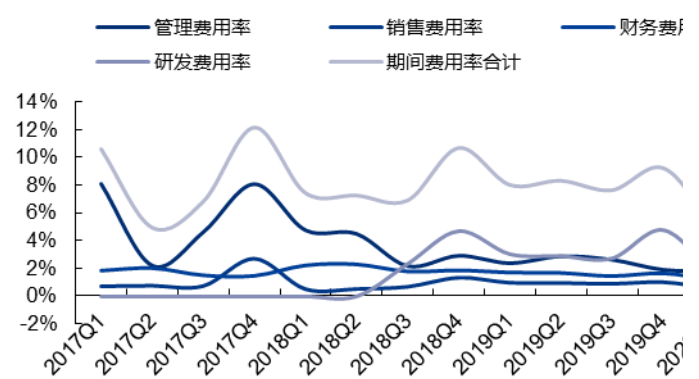
费用方面，公司 2019 年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.93%、2.43%、1.6%，分别同比上升 0.2 pct.、0.1pct.和下降 0.4pct.，销售费用的增加主要是云计算业务的市场投入增加所致。公司 2019 年研发费用为 2.37 亿，同比增长 29.22%，研发费用率 3.34%，同比提升 0.3pct.，主要系公司在数据中心运营优化管理、自动化运维、混合云计算应用、网络安全防护等领域持续研发。

图 9: 公司整体费用率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

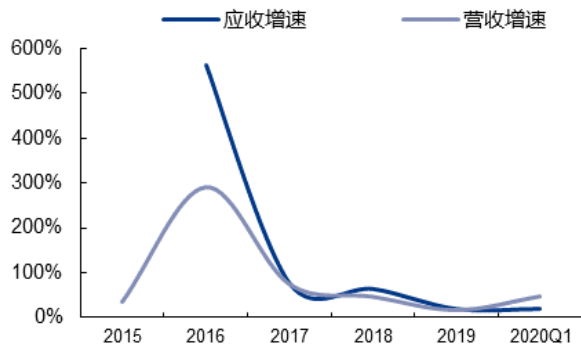
图 10: 公司单季度费用率情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

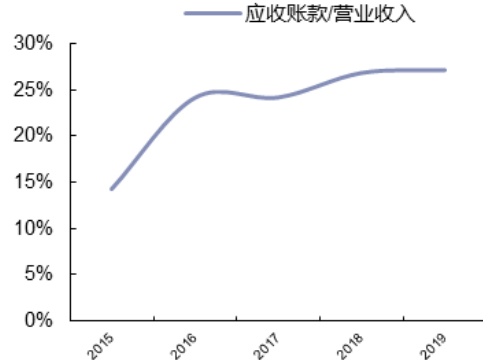
应收账款方面, 公司 19 年应收账款期末余额 19.27 亿, 同比增 19.2%, 增速同比下降 44.8pct., 占营收比重 27.2%, 同比提升 0.3pct., 主要系公司业务以客户事后结算为主, 随着公司收入增长, 应收账款快速增加。其中, 应收账款以一年内应收款为主。

图 11: 公司营收增速与营收增速情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12: 公司应收账款/营收情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

公司 19 年末在建工程为 8.44 亿元。19 年初在建工程为 9.38 亿元, 19 年由在建工程转入固定资产金额为 6.84 亿元, 转入长期待摊费用 3759 万 (中金云网 IDC 改造), 故 19 年新增在建工程约为 6.27 亿元。

图 13: 公司在建工程期末余额情况

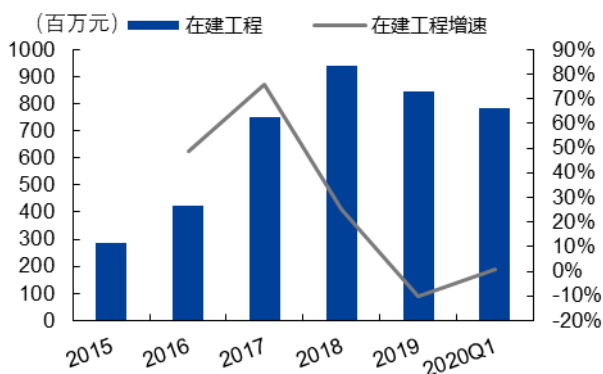
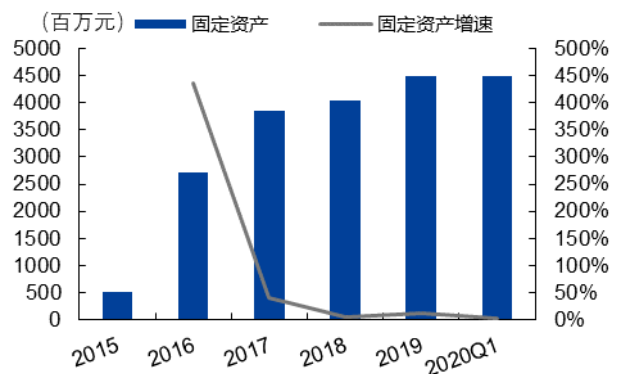


图 14: 公司固定资产期末余额情况

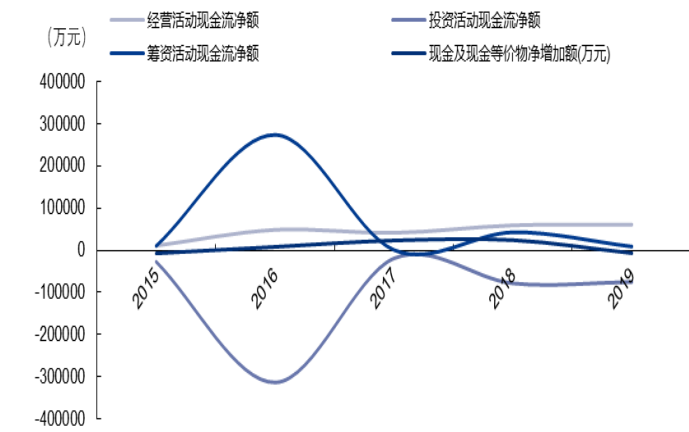


资料来源: wind, 华金证券研究所

资料来源: wind, 华金证券研究所

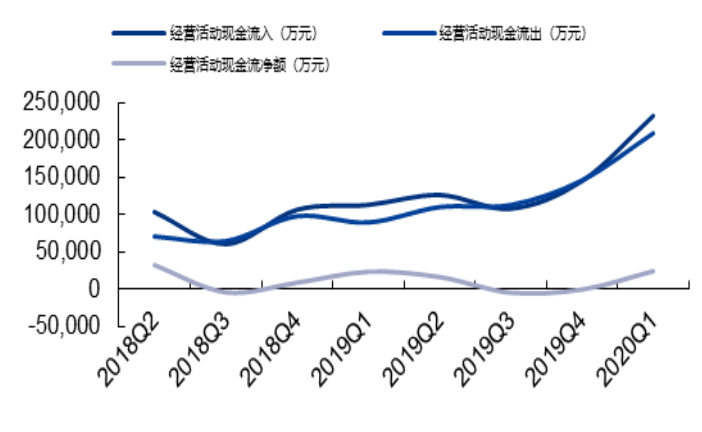
现金流方面, 公司 2019 年经营活动现金流净额实现 6.03 亿元, 同比增加 2.7%, 主要系业务稳定持续发展, 销售商品收款增加; 投资活动产生的现金流净额为-7.52 亿元, 同比增加 4.1%, 其中投资活动现金流入和流出分别为 13.44 亿和 20.96 亿, 分别同比减少 50.1%和 39.8%, 主要系闲置募集资金减少所致。公司筹资活动产生的现金流净额为 0.95 亿元, 同比减少 78.0%, 主要系偿还金融机构借款和支付借款利息。**2020 年 Q1 公司经营活动现金流实现由负转正。**

图 15: 公司现金流量情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 16: 公司单季度现金流量情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、IDC 及云业务回顾与展望

IDC 业务: 京津冀及长三角布局初步完成, 拟募资加码核心城市投入

公司自建数据中心规模进一步扩大, 京津冀地区和长三角地区的 IDC 业务布局已初步完成。公司在北京、上海及其周边地区拥有多处高品质数据中心, 可供运营的机柜超过 3.6 万个。2019 年, 公司积极推进自建数据中心项目: 1) 公司北京房山绿色云计算数据中心项目进展顺利, 一期项目逐步投产, 二期项目在建, 进一步扩大了公司在北京地区数据中心服务规模。2) 2019 年, 公司先后启动了三个新建数据中心项目, 包括燕郊三四期、嘉定二期、昆山项目, 此三项目的实施有利于增加公司在京津冀地区和长三角地区的资源储备。上述各项目达产后, 公司将拥有约 10 万个机柜的服务能力, 数据中心资源优势明显。

表 1: 公司 2019 年推动 IDC 项目进展情况

项目名称	项目进展
房山一期	已逐步投产。
房山二期	在建 3 栋机房楼已完成土建工程封顶, 预计 2020 年下半年可具备安装机电条件。
燕郊三四期	已取得建设工程规划许可证、施工许可证, 办理完成项目环评、能评等手续。项目土建工程已全面开工, 预计 2020 年内全部封顶, 首批定制化机房设计工作已完成。
嘉定二期	已完成立项、规划审批及环评备案工作, 正在办理工程报建等相关手续, 完成了原有建筑物的拆除和场地平整工作, 根

项目名称	项目进展
	据客户定制化需求开展机房机电配套设计工作。
昆山项目	已完成园区整体方案设计、项目立项及用地规划审批，已办理环评备案，并启动项目能评及规划审批等工作。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020 年将新开建长沙项目及继续提升运维能力：公司计划 2020 年在长沙国家高新技术产业开发区投资建设新的云计算基地项目，总投资约 346,380 万元，计划扩充 16,000 个机柜。2019 年公司组建了更加专业的运维管理团队，推出了“前期规划+后期运维”一体化的第三代数据中心运维管理模式。2020 年公司将继续不断完善运维管理体系，为用户提供更加规范化、人性化的数据中心运维服务。

拟向特定对象非公开发行股票，募集资金不超过 50 亿元，主要用于公司 IDC 建设和补充流动资金。公司本次拟非公开发行股票募集资金将用于投资建设北京房山绿色云计算数据中心二期项目、上海嘉定绿色云计算基地二期项目、向智达云创（三河）科技有限公司增资取得 65% 股权并投资建设燕郊绿色云计算基地三四期项目、长沙绿色云计算基地一期项目及补充流动资金，解决项目资金来源。

表 2：公司 2020 年度非公开发行 A 股股票预案

序号	项目名称	投资金额（万元）	募集资金拟投资金额（万元）	资金使用比例
1	北京房山绿色云计算数据中心二期	122,090.28	90,000.00	18.00%
2	上海嘉定绿色云计算基地二期	130,000.00	90,000.00	18.00%
3	向智达云创增资取得 65% 股权并投资建设燕郊绿色云计算基地三四期	298,600.00	152,000.00	30.40%
4	长沙绿色云计算基地一期	346,380.00	40,000.00	8.00%
5	补充流动资金	128,000.00	128,000.00	25.60%
	总计	1,025,070.28	500,000.00	100%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

云计算业务：提供全方位服务，赋能能力进一步提升

AWS 中国（北京）区域云服务进展顺利。其中：光环有云为快消、游戏、教育、金融业等行业客户提供 AWS 的专业顾问咨询服务与技术支持，2019 年又获得了 AWS 的永久资格认证 --Devops Competency，该项认证的取得标志着光环有云具备为客户实施基于 AWS 自动化的官方能力资格；光环云数据在成立一年半的时间内，完成了赋能平台上线，从营销体系、交付支持和生态构建三个层面不断推进 AWS 在华服务的推广和支持；光环云网已于 2019 年 4 月上线，通过光环云赋能平台提供覆盖全国主要城市的云接入与全球组网服务。

图 17：光环云网覆盖范围

覆盖范围



资料来源：公司官网，华金证券研究所

无双科技 SaaS 云与各营销产品的无缝对接，业绩稳步提升。无双科技已实现技术上已完全实现 SaaS 云与搜索引擎各个营销产品的数据无缝对接，客户涉及热门电商交易平台、旅游服务龙头企业、手机游戏、生活服务平台等，业绩稳步提升。2019 年，无双科技完成了旅游客源地分析预测系统、企业营销预算自动控制系统、超级账户数据查询系统、微信小程序追踪平台、AG 广告监测系统、信息流广告监测平台、百度信息流广告投放平台、无双广点通代理商平台、无双头条搜索助手、无双头条信息流广告平台、无双信息流素材库平台、无双应用市场榜单系统、无双微信公众号运营系统的研发和建立，预计未来对运营效率和客户体验有较大幅度的提升。

2020 年，公司一方面将继续运营的 AWS 中国（北京）区域云服务，一方面也将继续开拓云计算增值业务服务，拓展全国云计算服务。加强与各大运营商的合作，建立覆盖全国的云计算专网系统，实现“云”和“网”的结合，大幅提高云服务客户的网络质量，改善客户体验，降低服务成本。公司将继续加强在云计算服务领域的研发投入，不断增强对用户的云服务咨询、集成、迁移、运维、人才培养及技术支持等全方位的云计算增值服务。

三、盈利预测与投资建议

收入预测及假设

我们对公司 2020-2022 年的主营业务收入假设如下：

➤ 云计算业务：基于云计算业务在国内处于渗透率快速提升阶段及 AWS 突出的云服务提供能力，但 AWS 降价影响，我们认为云计算业务增速较 19 年水准相当。假设 20-22 年同比增速分别为 20.97%、20.73%、20.50%。毛利率稳中有升。

➤ IDC 及其增值服务：基于公司在建 IDC 投放节奏的预期，我们预计 20-22 年增速分别为 20.96%、20.74%、21.81%。假设随着公司大客户比例贴上，毛利率呈下降趋势。

➤ IDC 运营管理及宽带接入服务：过去几年无明显增长，预计 20-22 年保持稳定。毛利率保持稳定。

表 3：光环新网主营业务预测表

业务名称	项目	2018A	2019A	2020E	2020E	2020E
云计算	收入（百万）	4375.78	5211.92	6304.96	7611.66	9171.69
	YOY	52.40%	19.11%	20.97%	20.73%	20.50%
	毛利率	10.80%	11.72%	11.85%	12.15%	12.45%
IDC 及其增值服务	收入（百万）	1292.39	1560.77	1887.84	2279.40	2776.46
	YOY	47.79%	20.77%	20.96%	20.74%	21.81%
	毛利率	56.70%	54.46%	51.48%	50.00%	48.79%
IDC 运营管理服务	收入（百万）	196.33	198.13	201.62	203.44	204.78
	YOY	-3.99%	0.92%	1.76%	0.90%	0.66%
	毛利率	15.72%	19.47%	18.48%	18.76%	18.46%

资料来源：wind, 华金证券研究所

投资建议

我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 85.2 亿、102.48 亿、123.35 亿，EPS 分别是 0.65 元、0.79 元、0.95 元，对应 PE 分别 38.5、31.7、26.4 倍。全球云计算市场存在开放趋势，公司 IDC+云计算双轮驱动，长期受益于云计算市场的开放。维持公司“买入-A”评级。

风险提示：

流量需求不及预期；

IDC 产业进度不及预期；

市场竞争加剧，毛利率持续下滑；

IDC 机房交付和销售进度低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3253	3604	4616	5369	6054	营业收入	6023	7097	8525	10248	12335
现金	731	677	1604	1098	1849	营业成本	4741	5568	6742	8115	9764
应收票据及应收账款	1623	1928	2030	2906	2927	营业税金及附加	28	27	42	46	54
预付账款	302	312	432	458	616	营业费用	45	66	84	91	115
存货	9	9	12	14	17	管理费用	138	172	201	245	293
其他流动资产	588	678	537	893	645	研发费用	183	237	272	335	398
非流动资产	8134	8629	9406	10233	11185	财务费用	120	113	64	67	70
长期投资	0	0	-5	-7	-10	资产减值损失	9	0	7	8	7
固定资产	4040	4486	5653	6622	7540	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	397	490	570	626	662	投资净收益	26	13	28	22	21
其他非流动资产	3697	3654	3186	2991	2993	营业利润	785	917	1149	1377	1665
资产总计	11387	12233	14022	15602	17239	营业外收入	4	3	4	3	3
流动负债	1753	1969	2920	3536	3941	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	140	425	282	984	318	利润总额	788	919	1151	1379	1667
应付票据及应付账款	1165	1106	1747	1624	2470	所得税	104	123	153	184	222
其他流动负债	448	438	891	928	1153	税后利润	684	796	998	1196	1446
非流动负债	2128	1919	1788	1588	1404	少数股东损益	17	-28	-6	-25	-19
长期借款	1488	1381	1199	1024	828	归属母公司净利润	667	825	1004	1221	1465
其他非流动负债	640	538	589	563	576	EBITDA	1262	1472	1531	1845	2206
负债合计	3882	3888	4708	5123	5345						
少数股东权益	5	-3	-9	-33	-52	主要财务比率					
股本	1540	1543	1543	1543	1543	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	4429	4480	4480	4480	4480	成长能力					
留存收益	1532	2326	3282	4431	5818	营业收入(%)	47.7	17.8	20.1	20.2	20.4
归属母公司股东权益	7501	8348	9322	10512	11946	营业利润(%)	55.8	16.7	25.3	19.9	20.9
负债和股东权益	11387	12233	14022	15602	17239	归属于母公司净利润(%)	53.1	23.5	21.7	21.6	20.0
						获利能力					
						毛利率(%)	21.3	21.5	20.9	20.8	20.8
						净利率(%)	11.1	11.6	11.8	11.9	11.9
						ROE(%)	9.1	9.5	10.7	11.4	12.2
						ROIC(%)	7.8	8.3	8.8	9.2	10.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	34.1	31.8	33.6	32.8	31.0
						流动比率	1.9	1.8	1.6	1.5	1.5
						速动比率	1.5	1.6	1.3	1.3	1.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	4.6	4.0	4.3	4.2	4.2
						应付账款周转率	4.5	4.9	4.7	4.8	4.8
						估值比率					
						P/E	58.0	46.9	38.5	31.7	26.4
						P/B	5.2	4.6	4.2	3.7	3.2
						EV/EBITDA	31.9	27.3	25.7	21.9	17.6

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn