

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《通信行业 21 年 2 月投资策略暨 20 年年报业绩前瞻: 精选业绩高增长标的, 持续关注运营商》——2021-02-04
 《2021 年 2 月投资策略及公司业绩前瞻: 业绩表现持续优异, 继续看好半导体等核心器件及品牌整机龙头》——2021-02-03
 《数字浪潮系列之工业智能化: 大数据和 AI 赋能, 工业互联网强国之路》——2021-01-26
 《国信证券-行业专题-海外云相关行业简析之 Equinix: 全球第三方 IDC 龙头》——2021-01-25
 《半导体制造行业专题系列: 近期半导体要闻, 看好景气度持续》——2021-01-25

证券分析师: 熊莉

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519030002

证券分析师: 于威业

电话: 0755-81982908
 E-MAIL: yuweiye@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519050001

证券分析师: 库宏焱

电话: 021-60875168
 E-MAIL: kuhongyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520010001

证券分析师: 朱松

E-MAIL: zhusong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070001

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520070001

独立性声明:

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, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

云价值初现, 看金山和深信服如何云办公

● 阿里云首次实现“转正”, 云计算规模效应初现

2020 年第四季度, 阿里云单季度实现收入 161.15 亿元, 同比增长 50%; 调整后息税折旧摊销前利润为 2400 万元, 实现了首次季度盈利。该业绩意义重大, 标志着国内云基建已具备了一定的成熟度, 用户使用云的粘性初步形成, 规模效应下, 云价值开始显现。云基建的初具规模, 也意味着 SaaS 产业有望迎来自上拐点; 尤其当前疫情反复且持续, “云办公”已经常态化, 2020 年 7 月出台政策, 要求打造“随时随地”的在线办公环境, 在部分行业领域形成对线下模式的常态化补充。从云办公场景来看, 办公和协作应用, 以及与云的安全连接, 有望成为全明级两大 SaaS。

● 办公端: 金山开启协作战略, 升级新办公生态

2020 年 12 月, 公司举办 WPS【CHAO】办公大会, 正式宣布全新公司产品战略“协作”, 并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和 FlexPaper”5 款全新的协作产品。公司云办公产品粘性显著增强, 近两年, 云端文件存储量增长 10.6 倍; 云端文件存储量增长 8.8 倍。大量用户侧数据, 形成持续粘性, 有效提升 WPS 产品续费率及付费意愿。通过协作产品, 公司进一步挖掘千万级中小微企业办公市场, 潜在市场在数百亿人民币。对标微软以 Office 为基, 推出 Teams 迅速抢占协作办公市场; 金山办公作为国内办公软件龙头, 有望复制 Teams 协同生态。

● 连接端: 深信服国内首推 SASE, 重塑云办公连接安全

传统 IT 边界被企业分支化、云化、移动化打破, 尤其疫情下在家办公场景, 从前企业内对办公终端网络的管控不存在, 员工用自己网络随意连接存在安全隐患。2020 年 9 月, 深信服发布“云安全访问服务 Sangfor Access”, 是国内首批 SASE 安全产品, 标志着深信服将全面进入安全能力的云化交付时代, 主要产品 SIA, 类似于把上网行为管理云化; SPA, 类似于把 VPN 云化。两项均是深信服起家产品, 公司早在 2016 年即开始布局, 足见公司当前云化战略的前瞻性和坚定性。SASE 业务是纯正云安全, SaaS 化交付和商业模式; 当前主推行为管理功能模块下, 50M 流量, 50 人一年是 5000 元。随着模块不断增加, ARPU 值有望持续提升。对标美股 Zscaler, 其市值达到近 300 亿美金, PS 估值达到 47 倍。全面云化后, SASE 代表云安全的未来, 深信服重塑云办公安全。

● 风险提示

云应用用户接受度低于预期; 经济下行压力可能影响 IT 投资增速。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
688111	金山办公	买入	419.65	1934	1.78	2.65	235.76	158.36
300454	深信服	买入	302.36	1251	2.23	3.06	135.59	98.81

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

内容目录

阿里云“转正”意义重大，云办公已逐步常态化.....	4
“协作”战略开启，金山升级新办公.....	6
深信服推出 SASE，重塑云办公连接安全.....	8
风险提示.....	11
国信证券投资评级.....	12
分析师承诺.....	12
风险提示.....	12
证券投资咨询业务的说明.....	12

图表目录

图 1: 阿里云营收 (亿人民币)	4
图 2: 阿里云 EBITA (百万美元)	4
图 3: 全球公共云服务支出 (百万美元)	4
图 4: 全球公共云服务支出 (百万美元)	5
图 5: 2019 年中国业务垂直 SaaS 市场保持增长	5
图 6: 两大全民级 SaaS 应用场景	5
图 7: 金山办公新产品发布	6
图 8: 金山文档月活变化	6
图 9: 云文档存储体量	7
图 10: 云文件存储数量	7
图 11: 金山文档企业版价格	7
图 12: 全球视频会议市场份额	8
图 13: SASE 云安全连接 IT 逻辑	8
图 14: 深信服 SASE 业务	9
图 15: 上网行为管理市场份额 (2019)	10
图 16: VPN 市场份额 (2019)	10
图 17: 深信服 SASE (上网行为管理模块) 价格	10
图 18: SWG (互联网安全网关) 魔力象限	11
图 19: Zscaler 产品架构	11
图 20: Zscaler 营收 (亿美元)	11
表 1: 深信服 SASE 业务五大优势	9

阿里云“转正”意义重大，云办公已逐步常态化

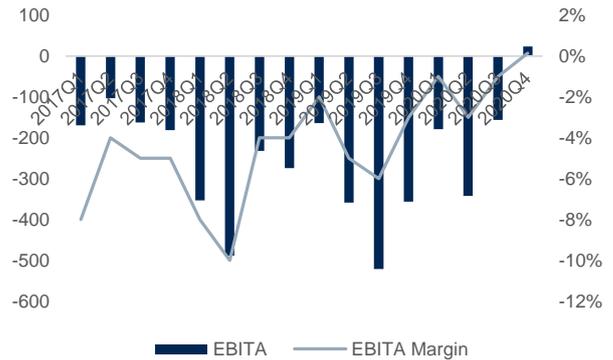
阿里云首次实现 EBITA “转正”，云计算价值初现。在连续亏损 11 年之后，阿里巴巴在 2021 年发布的季报中显示，2020 年第四季度，阿里云实现收入 161.15 亿元，同比增长 50%；调整后息税折旧摊销前利润为 2400 万元，去年同期亏损为 3.56 亿元，实现了首次季度盈利。回顾阿里云发展历程，整体增速虽有下滑，但依然保持季度 50% 以上的高增长，EBITA Margin 也逐步向上，本季度首次回正。阿里云首次盈利，也标志着国内云基建已具备了一定的成熟度，用户使用云的粘性初步形成，规模效应下，云价值开始显现。

图 1：阿里云营收（亿人民币）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：阿里云 EBITA（百万美元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

全球云计算市场依然保持旺盛增长。参考美国亚马逊 AWS，其 2020 年第四季度营收为 127.42 亿美元，同比增长 28%，营业利润为 35.64 亿美元；微软 Azure 2020 年第四季度营收同比增长 50%，疫情下，微软基于 G Suite 服务，有效推动了 Azure 的发展。根据 Gartner 预测，2021 年全球公共云服务最终用户支出将增长 18.4%，达到 3049 亿美元。美国 SaaS 发展早已如火如荼，SaaS 支出保持最高，成为拉动云计算增长的主要动能。

图 3：全球公共云服务支出（百万美元）

	2019	2020	2021	2022
Cloud Business Process Services (BPaaS)	45,212	44,741	47,521	50,336
Cloud Application Infrastructure Services (PaaS)	37,512	43,823	55,486	68,964
Cloud Application Services (SaaS)	102,064	101,480	117,773	138,261
Cloud Management and Security Services	12,836	14,880	17,001	19,934
Cloud System Infrastructure Services (IaaS)	44,457	51,421	65,264	82,225
Desktop as a Service (DaaS)	616	1,204	1,945	2,542
Total Market	242,696	257,549	304,990	362,263

资料来源：Gartner，国信证券经济研究所整理

疫情催化，国内 SaaS 发展有望进入高速增长节奏。美国 SaaS 与 IaaS 发展几乎同步，而国内 SaaS 较为滞后。此次阿里云“转正”，也证明了云基建已初具规模，用户付费意愿和留存率均有了较强保证。叠加此次疫情对全国人民“云办公”习惯的养成，国内 SaaS 产业有望迎来快速发展的转折点。欧洲 B2B CRM 解决方案提供商 Super Office 的一份报告显示，过去 3 年中使用 SaaS 的公司增长了约 30%，而来年这一数字还将进一步增长，其中 73% 的组织几乎完全

是独立运营在 SaaS 上。

图 4: 全球公共云服务支出 (百万美元)



资料来源: Super Office, 国信证券经济研究所整理

云办公常态化, 国内 SaaS 市场稳定增长。2020 年 7 月, 国家发展改革委、中央网信办、教育部在内的 13 部门联合发布《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》, 鼓励发展便捷化线上办公。政策要求打造“随时随地”的在线办公环境, 在部分行业领域形成对线下模式的常态化补充, 同时推动完善电子合同、签名、印章等数字应用的基础设施建设。当期疫情反复的情况下, 在线办公能力对于企业已经是一个刚需性的补充。近两年, 国内 SaaS 市场保持稳定增长, CRM 和 ERP 依然是市场大头。

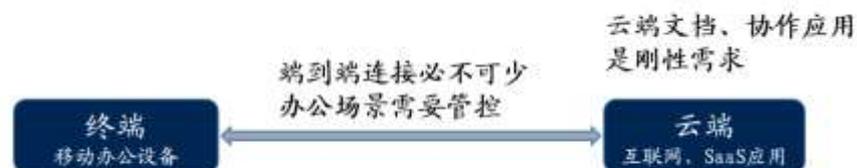
图 5: 2019 年中国业务垂直 SaaS 市场保持增长



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

办公文档和云连接, 有望成为全民级 SaaS 应用。从云办公场景来看, 在脱离公司内网的在线办公环境中, 员工通过自己的办公终端, 连接自己的网络, 访问互联网和云端应用。应用侧, Office 类的办公文档, 以及协作应用成为最基础的 SaaS 应用。连接侧, 如果确保该云连接安全可控, 成为云办公场景下必须解决的问题。因此, 这两个 SaaS 有望成为全民级应用。

图 6: 两大全民级 SaaS 应用场景



资料来源: 国信证券经济研究所整理

“协作”战略开启，金山升级新办公

金山办公宣布“协作”战略，云办公场景持续深化。2020年12月，公司举办WPS【CHAO】办公大会，正式宣布全新公司产品战略“协作”，并发布了包括“金山表单、金山会议、金山日历、金山待办和FlexPaper”5款全新的协作产品；OFD和金山海报2款办公组件；wind智能数据服务。疫情期间，以云端协作为主打的金山文档月活跃用户一度突破2.39亿，疫情控制后有所下滑，但随着用户习惯的养成，月活再度重回增长。以云端、共享、协作为核心，金山多款云办公产品已经得到市场充分认可：

金山日历：一款记录待办事项和日程的在线工具。通过打通多个设备，金山日历可以实现跨平台同步管理日程，支持多人共享日历，接受公共推算日程。

金山表单：一款便捷的在线信息收集工具。金山表单同样能跨平台实现数据填写和查看，具备办公考勤表、信息收集表等多个成熟模板，满足多种场景。产品在疫情期间人员流动登记，在线考试等发挥了巨大作用。

金山待办：一款提醒个人及团队工作安排的产品。金山待办可以弥补远程办公场景下时间管理的短板，支持通过创建共享分组的形式，管理团队任务。

金山会议：一款随时云上开会的产品。金山会议可以在低带宽占用的基础上，实现高保真的文档呈现，实现开会时多人同时编辑一份文档。

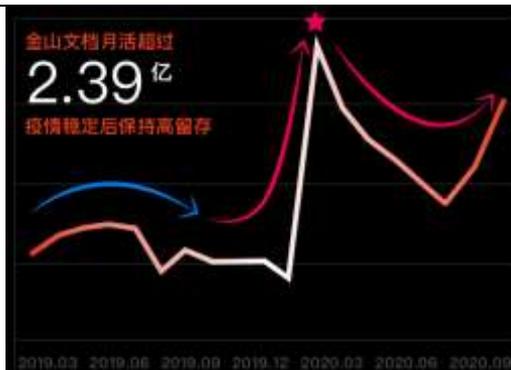
FlexPaper：一款面向未来，为屏幕而生的流式文档。FlexPaper打破传统A4纸文档框架，变为连贯的流式布局，可以根据不同屏幕尺寸自适应编排内容。图片、视频、音频，以及传统的表格、文档、PPT等都能自由插入到FlexPaper这个超级容器的内容流中。

图 7：金山办公新产品发布



资料来源：WPS 办公助手、国信证券经济研究所整理

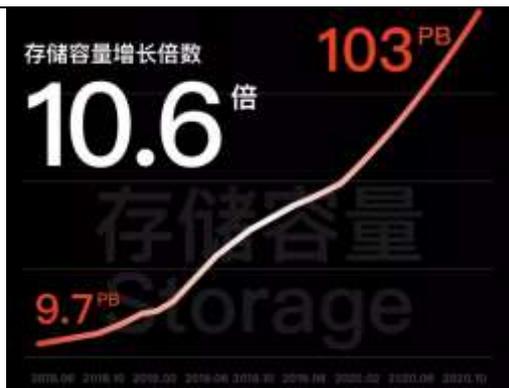
图 8：金山文档月活变化



资料来源：WPS 办公助手、国信证券经济研究所整理

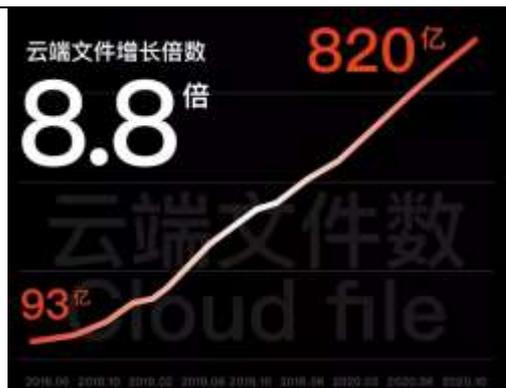
云办公粘性显著提升，持续加强协作投入。国内用户对云办公接受度超市场预期，金山基于泛工作场景，面向个人和组织打造全家桶办公协作套件，进一步深化云办公场景。根据金山文档最新数据，云端文件存储量达到103PB，近两年增长了10.6倍；云端文件数量达到820亿，近两年增长8.8倍。对于用户侧，云端大量文件和数据的存储将形成持续粘性，有效提升WPS产品续费率及付费意愿。公司进而加强“协作战略”新产品投入，协作团队增长10倍，协作方向工程师占比达到1/3。办公软件具备广泛的网络效应，因此，随着金山WPS渗透率持续提升，用户习惯逐步沉淀，协作产品也有望形成爆款。

图 9: 云文档存储体量



资料来源: WPS 办公助手、国信证券经济研究所整理

图 10: 云文件存储数量



资料来源: WPS 办公助手、国信证券经济研究所整理

撬动千万级中小微企业办公市场，WPS 云办公探寻广阔下沉市场空间。金山文档“WPS+”定位云办公；轻量产品，灵活价格，非常适合广泛的中小企业。叠加当前推出的协作产品，金山形成了企业管理、人事行政、财务管理、产品研发、生产管理、市场营销、销售管理、仓储物流、客服售后等多种职能解决方案，覆盖线下零售、电子商务、制造业、互联网等多个行业。根据国家市场监督管理总局数据，2019 年全国共有实有市场主体 1.19 亿户，2019 年每月增速均稳定在 12% 以上。其中，中小企业数量持续增长，2018 年底突破 3000 万家，贡献 80% 以上的就业人口。根据人社部数据，2019 年全国就业人员 7.7 亿人。因此，我们粗略估计中小企业员工人数在 6 亿以上，保守假设对办公软件有需求的员工占 1/3，按照当前各个产品的价格，其潜在市场也有数百亿人民币。

图 11: 金山文档企业版价格

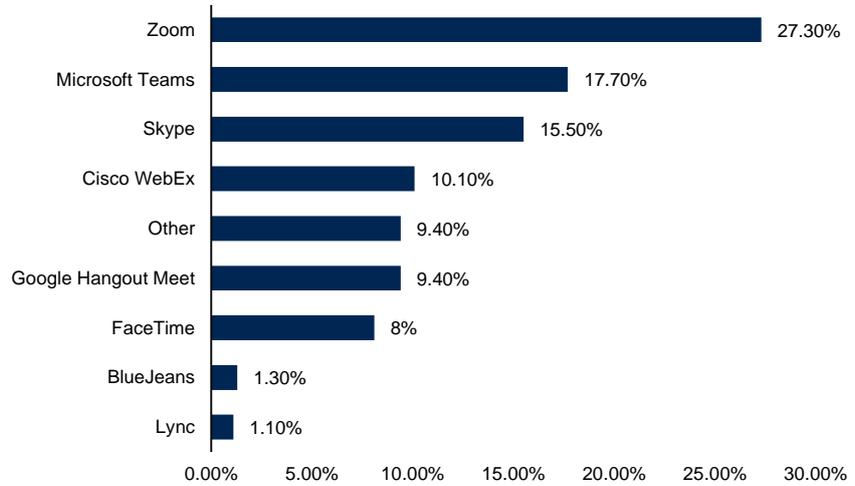


资料来源: WPS 官网，国信证券经济研究所整理

微软 Teams 可借鉴，金山打造办公生态。作为全球办公软件龙头微软，以 Office 365 开启全面 SaaS 化，同时也推出了协作工具 Teams。Teams 集成了众多 Office 应用，同时将聊天、会议、呼叫、文件等多种功能整合。Teams 自推出以来快速增长，截止 2020 年 10 月，Microsoft Teams 的使用量跃升 50%，达到每日活跃用户 1.15 亿。在视频会议领域，公司产品被 17% 的客户选择为主要的视频会议解决方案，仅次于 Zoom。因此，金山有望复制微软 Teams 成功路径，成为办公场景的入口，在协作方面也成为市场核心玩家。目前公司成立两大生态联盟：WPS 办公服务生态联盟（包括金山办公、中国金融认证中心、万得等）、WPS 协同办公生

态联盟（包括金山办公、京东、金山云、统信软件等）。

图 12: 全球视频会议市场份额

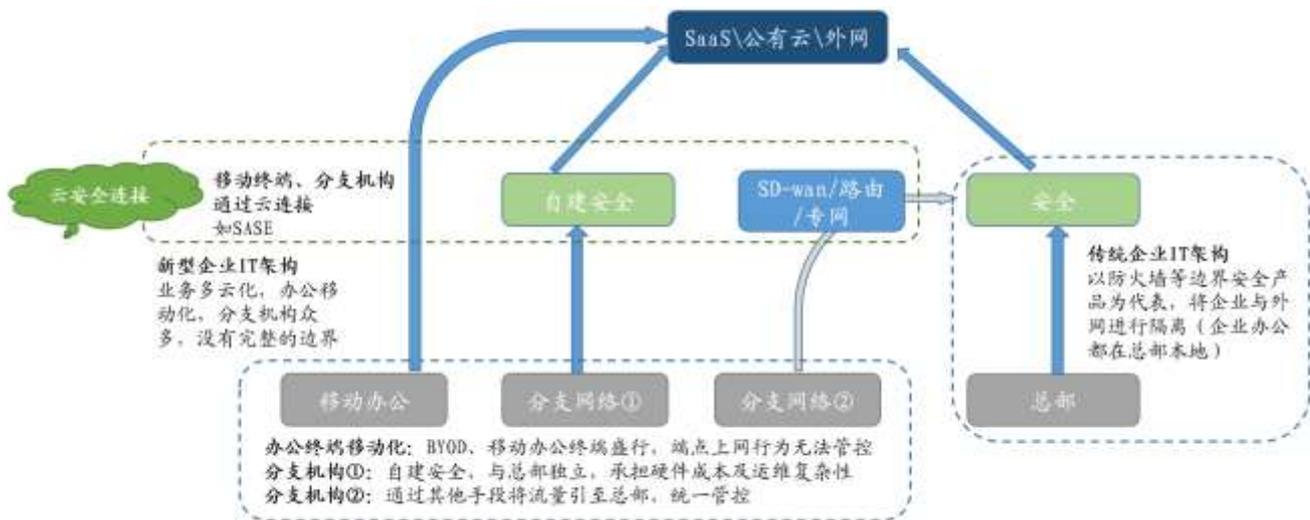


资料来源: Creative Strategies, 国信证券经济研究所整理

深信服推出 SASE, 重塑云办公连接安全

疫情加速 IT 边界重构, 云办公连接成为新问题。 通常在公司总部办公的场景下, 网络连接有严格的边界, 受到本地各类安全产品的管控, 例如同上网行为管理产品防止员工办公期间滥用与工作无关的应用。因此, 传统 IT 架构以企业总部为核心, 数据、业务、办公场景都在本地; 企业边界清晰, 内外网严格隔离, 对外开放端口可管控。但是随着企业发展, 分支化、移动化、云化日渐盛行, 尤其是疫情加速了远程办公的普及, 企业 IT 网络边界被重构。分支机构场景下, 传统是通过自建安全, 或者将流量引回总部做安全, 往往成本较高而效率较低。在家办公场景下, 网络连接不受任何管控, 存在安全风险。因此, 在连接侧, Gartner 提出 SASE (安全访问服务边缘) 模型, 通过提供云平台实现多种安全功能, 让企业分支机构、移动办公等各种场景下随时实现安全连接。

图 13: SASE 云安全连接 IT 逻辑



资料来源: 国信证券经济研究所整理

深信服发布国内首批云安全访问服务 SASE, 力保云办公连接安全。2020 年 9 月, 深信服发布“云安全访问服务 Sangfor Access”, 是国内首批 SASE 安全产品, 标志着深信服将全面进入安全能力的云化交付时代。SASE 可以理解为一个云端安全服务平台, 集成了“SD-WAN 接入服务+完整的云交付安全产品栈”, 部署在全球的多个 POP 节点, 为海内外用户提供更灵活、更稳定、更有效的端到端网络及安全服务。因此, 对于企业总部、分支机构、移动办公等场景, 以及本地、SaaS 和云端, 均可以通过就近访问安全节点, 实现随时随地、低延迟、更安全的业务动态访问。尤其是云端连接, SASE 确保了云办公场景下的安全。

图 14: 深信服 SASE 业务



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

纯正的云安全, 深信服 SASE 立志传统安全自我革命。脱离传统繁杂的硬件设备部署, SASE 在云端提供各类安全服务, 让用户按需定量的, 随时随地的实现安全连接。深信服目前主要推出三类产品:

SIA (Sangfor Internet Access): 聚焦上网安全服务, 类似于把“上网行为管理”云化。 SIA 解决上网侧, 包括对终端、SaaS 应用进行访问的安全问题。SIA 通过 SD-WAN 接入服务引流实现流量上云, 叠加身份认证、恶意 URL 过滤与流量管理、防火墙等多个安全模块对流量进行管理, 实现安全上网。

SPA (Sangfor Private Access): 聚焦内网接入安全服务, 类似于把“VPN”云化。 SPA 可解决私有数据中心访问的安全问题, 提供基于 SDP 的云 VPN 接入, 确保企业员工、合作伙伴随时随地通过全球各地 POP 点网络访问业务时更安全。

SAP (Sangfor Analytics Platform): 聚焦安全智能分析服务, 类似于云端安全大脑。 SAP 可解决端到端访问的安全风险分析问题, 通过大数据、人工智能、UEBA 等技术分析安全风险, 帮助企业建立云端大数据分析平台。

因此, 深信服 SASE 业务一定程度上是对自己传统优势产品的云化颠覆, 但对于当前分支、移动场景变多, IOT 设备连接混乱, 硬件产品成本投入大, 用户流量和数量变化快等等新的难题, SASE 服务具备明显优势:

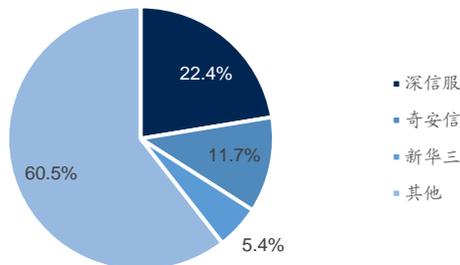
表 1: 深信服 SASE 业务五大优势

五大优势	具体应用
高效访问	移动端用户通过分支节点直接访问互联网或公有云、SaaS 应用, 有效降低总部带宽压力; 所有流量访问无需回流总部, 访问效率和体验更高
极简运维	从管理一堆设备到管理一个节点, 云平台集中管理、运维, 帮助 IT 团队摆脱繁重的基础设施维护工作
弹性扩容	随着业务扩张或缩小, 只需按实际情况计算资源, 快速配置, 避免资源浪费
高性价比	无需一次性大量采购昂贵硬件, 只需按需选购安全模块, 按年付费, 业务扩容时只需补足差价即可
高可用性	在云端天然提供了安全服务集群, 保障用户单台设备的故障问题

资料来源: 深信服官网, 国信证券经济研究所整理

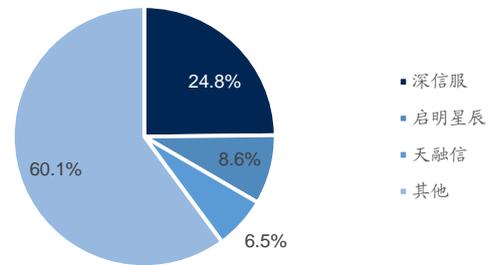
上网行为管理和 VPN 为基石，深信服 SASE 发展顺理成章。上网行为管理产品和 VPN 是深信服起家产品，两类产品国内一直保持第一的市场份额。2019 年深信服上网行为管理市场份额达到 22.4%，VPN 市场份额为 24.8%，大幅领先市场。SASE 业务主要是这两类功能的云化，因此深信服发展 SASE 水到渠成。

图 15: 上网行为管理市场份额 (2019)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

图 16: VPN 市场份额 (2019)



资料来源: IDC、国信证券经济研究所整理

SaaS 化商业模式，SASE 业务剑指千亿市场。深信服 SASE 业务当前首卖的是上网行为管理模块，根据京东上的参考价格，50M 流量下，50 人一年是 5000 元，90 人是 7000 元；100M 流量下，50 人一年是 8000 元，90 人是 10000 元。简单计算，在一个主功能模块下，客单价最低在人均 100 元左右；未来随着更多功能丰富，ARPU 值必然还会继续提升。目前深信服云安全访问服务(Sangfor Access)已集成全网行为管理 AC、SD-WAN 接入管理、云 VPN、终端安全 EDR、下一代防火墙 AF、数据防泄密与安全威胁分析等多款网络安全产品。根据 Gartner 数据，2019 年仅有 1% 的企业有 SASE 需求，到 2024 年，40% 的企业将会有明确的 SASE 需求。因此，市场未来有望高速增长，规模达到千亿。

图 17: 深信服 SASE (上网行为管理模块) 价格



资料来源: 京东、国信证券经济研究所整理

对标 Zscaler，深信服坚定全面云化战略。深信服上网行为管理产品，已经连续 10 年入围 Gartner SWG 象限，是基础象限的领导者。虽然 Gartner 在 2019 年才提出 SASE 概念，但全球领导者 Zscaler 早早以纯正云安全出道，ZIA 和 ZPA 产品（深信服与之类似）即是 SASE 的雏形。目前 Zscaler 已成为全球最大的云端安全平台，旗下 150 个数据中心遍及六大洲，每天最高处理量可达 1200 亿次；《福布斯》发布的全球上市公司 2000 强当中，有 450 家企业是其客户。早在 2016 年深信服就已开始布局云安全访问服务，截至目前已和国内三大运营商建立合作运营机制，在各省份联合建立多个云安全访问服务节点，自建超大型数据中心数十个。深信服除了云计算业务之外，早早布局 SASE 业务，足见深信服当前云化战略的前瞻性和坚定性。

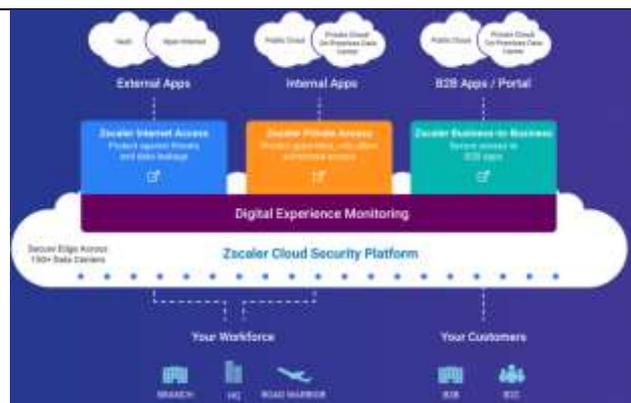
图 18: SWG (互联网安全网关) 魔力象限



资料来源: Gartner 2020, 国信证券经济研究所整理

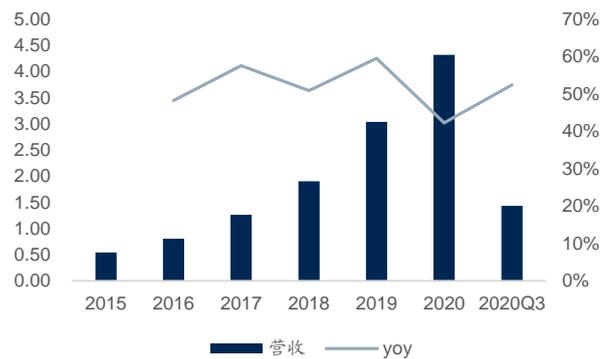
SASE 代表云安全未来, 市场给予较高估值。Zscaler 成立于 2007 年, 致力于实现将正确的人连接正确的应用, 无论网络如何, 何时何地。公司以 Zscaler 云平台的方式提供安全连接, 可以实现总部、分支机构、移动办公场景与互联网的直连。公司近年来营收增速均保持 50% 左右, 20 财年 (2020 年 7 月 31 日年报) 公司实现收入 4.31 亿美元, 同比增长 42.4%; FY 21 年第一季度, 公司实现收入 1.43 亿美元, 同比增长 52%。再次超出对本季度指引的 1.31-1.33 亿美元 (大超预期后, 公司股价大涨 26%), 公司也再次上调全年收入指引, 预计 21 财年收入 6.08-6.12 亿美元, 增速为 42%。Zscaler 当前市值 286 亿美金, 对应 21 财年收入, PS 在 47 倍左右。全面云化后, Zscaler 提供的云安全连接更代表未来, 也是当前众多安全厂商积极布局的方向, 因为市场也是给予了极高的认可。

图 19: Zscaler 产品架构



资料来源: Zscaler 官网、国信证券经济研究所整理

图 20: Zscaler 营收 (亿美元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

风险提示

云应用用户接受度有限, 市场教育放缓。
经济下行压力可能影响 IT 投资增速。

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，并向客户发布的行为。

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