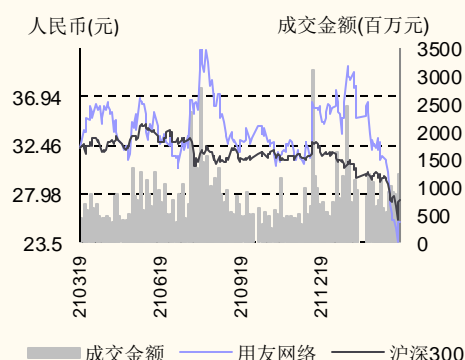


**用友网络 (600588.SH) 买入 (维持评级)**
**公司点评**

市场价格 (人民币): 25.44 元

**市场数据 (人民币)**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股)       | 34.36       |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 32.41       |
| 总市值(亿元)       | 874.20      |
| 年内股价最高最低(元)   | 41.39/23.50 |
| 沪深 300 指数     | 4266        |
| 上证指数          | 3251        |


**相关报告**

- 1.《分层经营始见成效，生态建设做大市场-用友网络 2021 年三季报...》，2021.10.31
- 2.《云转型坚定，未来剑指高精尖制造-用友网络半年报点评》，2021.8.19
- 3.《云转型已见成效-用友网络年报点评》，2021.3.28

罗露

 分析师 SAC 执业编号: S1130520020003  
 luolu@gjzq.com.cn

邵艺开

 联系人  
 shaoyikai@gjzq.com.cn

**聚焦云转型，把握信创与数字经济行业机会**
**公司基本情况 (人民币)**

| 项目             | 2020    | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)      | 8,525   | 8,932   | 10,691 | 13,086 | 15,881 |
| 营业收入增长率        | 0.18%   | 4.78%   | 19.69% | 22.41% | 21.35% |
| 归母净利润(百万元)     | 989     | 708     | 658    | 827    | 908    |
| 归母净利润增长率       | -16.43% | -28.41% | -7.04% | 25.66% | 9.84%  |
| 摊薄每股收益(元)      | 0.302   | 0.216   | 0.191  | 0.241  | 0.264  |
| 每股经营性现金流净额     | 0.33    | 0.18    | 0.01   | 0.52   | 0.56   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 13.11%  | 10.13%  | 5.05%  | 6.06%  | 6.36%  |
| P/E            | 93.95   | 202.74  | 132.87 | 105.74 | 96.26  |

来源: 公司年报、国金证券研究所

**公司近况**

- 3月18日晚公司发布21年年报，实现营收89.32亿元，Y/Y 4.7%；归母净利润7.08亿元，Y/Y -28.2%；扣非净利润4.05亿元，Y/Y -55.3%。低于市场预期，超我们Q3预期，因公司Q4大项目交付顺利且费用率管控得当。

**事件点评**

- **聚焦云与软件业务，收入实现结构性突破。**报告期内公司剥离畅捷通支付、友金控股等金融服务业务，主动收缩软件业务，加快推进云转型，结构性增强订阅业务，逐步推进实施交付分签外包。云+软件收入86.4亿元，Y/Y 15.7%；其中云服务收入53.21亿元，Y/Y 55.5%，占云服务与软件收入总额61.5%；订阅ARR16.5亿元，较三季报增长39.8%，订阅相关合同负债8.47亿元，Y/Y 79.0%，支撑未来订阅收入高增长。持续加大研发投入，研发投入23.54亿元，Y/Y 40.7%，占营收26.4%，提升6.8PP。
- **优先发展公有云订阅业务，分层经营效果显著。**公司以高质量业务收入结构突破为导向，全面贯彻订阅优先。大型企业市场云收入37.35亿元，Y/Y 45.4%，续费率103%，核心产品YonBIP实现公有云订阅业务的突破性发展；轻量化升级NC Cloud，整体性签约超10家央企一级单位，并在金融、电信与广电、烟草、汽车等垂直行业突破标杆客户。中型企业云收入3.93亿元，Y/Y 150.3%，续费率73%，YonSuite新增客户近3,000家；小微企业云收入5.09亿元，Y/Y 111.2%，代表性产品畅捷通；政府及其它公共组织云收入6.84亿元，Y/Y 50.0%。报告期新增云服务付费客户19.32万家。
- **商业创新平台（BIP）聚合战略伙伴，有望把握信创与数字化行业机遇。**BIP应用移动互联网、云计算、大数据等ICT新技术赋能企业数智化转型，聚合IaaS、ISV合作伙伴，构建生态体系，合作伙伴超2200家。国务院国资委成立科技创新局加快推进信创产业，国资委发布指导意见大多数中央企业建成世界一流财务管理体系。我们看好公司在大型央企的客户积淀与云转型前景，预测云业务转型加速，未来三年云业务收入复合增速50%+。

**盈利调整及投资建议**

- 21年公司费用率改进超我们Q3预期，因此调低未来费用率预测，预计22-24年营收106.91/130.86/158.81亿元，归母净利润6.58（256.7%）/8.27（222.8%）/9.08亿元。对应PE为128/96/82倍，维持“买入”评级。

**风险提示**

- 企业上云不及预期；市场竞争加剧；高端ERP市场国产化进程低于预期。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

|                     | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>主营业务收入</b>       | <b>8,510</b>  | <b>8,525</b>  | <b>8,932</b>  | <b>10,691</b> | <b>13,086</b> | <b>15,881</b> |
| 增长率                 |               | 0.2%          | 4.8%          | 19.7%         | 22.4%         | 21.4%         |
| <b>主营业务成本</b>       | <b>-2,942</b> | <b>-3,435</b> | <b>-3,468</b> | <b>-4,356</b> | <b>-5,441</b> | <b>-6,676</b> |
| <b>%销售收入</b>        | <b>34.6%</b>  | <b>40.3%</b>  | <b>38.8%</b>  | <b>40.7%</b>  | <b>41.6%</b>  | <b>42.0%</b>  |
| <b>毛利</b>           | <b>5,567</b>  | <b>5,090</b>  | <b>5,464</b>  | <b>6,335</b>  | <b>7,645</b>  | <b>9,204</b>  |
| %销售收入               | 65.4%         | 59.7%         | 61.2%         | 59.3%         | 58.4%         | 58.0%         |
| <b>营业税金及附加</b>      | <b>-113</b>   | <b>-99</b>    | <b>-106</b>   | <b>-128</b>   | <b>-157</b>   | <b>-191</b>   |
| %销售收入               | 1.3%          | 1.2%          | 1.2%          | 1.2%          | 1.2%          | 1.2%          |
| <b>销售费用</b>         | <b>-1,634</b> | <b>-1,537</b> | <b>-2,027</b> | <b>-2,459</b> | <b>-2,944</b> | <b>-3,494</b> |
| %销售收入               | 19.2%         | 18.0%         | 22.7%         | 23.0%         | 22.5%         | 22.0%         |
| <b>管理费用</b>         | <b>-1,389</b> | <b>-959</b>   | <b>-1,072</b> | <b>-1,283</b> | <b>-1,570</b> | <b>-1,906</b> |
| %销售收入               | 16.3%         | 11.3%         | 12.0%         | 12.0%         | 12.0%         | 12.0%         |
| <b>研发费用</b>         | <b>-1,630</b> | <b>-1,459</b> | <b>-1,704</b> | <b>-2,138</b> | <b>-2,617</b> | <b>-3,176</b> |
| %销售收入               | 19.2%         | 17.1%         | 19.1%         | 20.0%         | 20.0%         | 20.0%         |
| <b>息税前利润 (EBIT)</b> | <b>802</b>    | <b>1,036</b>  | <b>555</b>    | <b>327</b>    | <b>356</b>    | <b>438</b>    |
| %销售收入               | 9.4%          | 12.2%         | 6.2%          | 3.1%          | 2.7%          | 2.8%          |
| <b>财务费用</b>         | <b>-118</b>   | <b>-110</b>   | <b>-79</b>    | <b>-21</b>    | <b>121</b>    | <b>93</b>     |
| %销售收入               | 1.4%          | 1.3%          | 0.9%          | 0.2%          | -0.9%         | -0.6%         |
| <b>资产减值损失</b>       | <b>172</b>    | <b>265</b>    | <b>355</b>    | <b>146</b>    | <b>176</b>    | <b>221</b>    |
| <b>公允价值变动收益</b>     | <b>235</b>    | <b>52</b>     | <b>9</b>      | <b>12</b>     | <b>15</b>     | <b>13</b>     |
| <b>投资收益</b>         | <b>287</b>    | <b>75</b>     | <b>360</b>    | <b>80</b>     | <b>85</b>     | <b>88</b>     |
| <b>%税前利润</b>        | <b>20.5%</b>  | <b>6.7%</b>   | <b>46.5%</b>  | <b>9.5%</b>   | <b>8.1%</b>   | <b>7.7%</b>   |
| <b>营业利润</b>         | <b>1,405</b>  | <b>1,121</b>  | <b>779</b>    | <b>842</b>    | <b>1,039</b>  | <b>1,130</b>  |
| <b>营业利润率</b>        | <b>16.5%</b>  | <b>13.1%</b>  | <b>8.7%</b>   | <b>7.9%</b>   | <b>7.9%</b>   | <b>7.1%</b>   |
| <b>营业外收支</b>        | <b>-1</b>     | <b>6</b>      | <b>-5</b>     | <b>-4</b>     | <b>4</b>      | <b>15</b>     |
| <b>税前利润</b>         | <b>1,404</b>  | <b>1,126</b>  | <b>774</b>    | <b>839</b>    | <b>1,043</b>  | <b>1,145</b>  |
| <b>利润率</b>          | <b>16.5%</b>  | <b>13.2%</b>  | <b>8.7%</b>   | <b>7.8%</b>   | <b>8.0%</b>   | <b>7.2%</b>   |
| <b>所得税</b>          | <b>-83</b>    | <b>-75</b>    | <b>-92</b>    | <b>-126</b>   | <b>-156</b>   | <b>-172</b>   |
| <b>所得税率</b>         | <b>5.9%</b>   | <b>6.6%</b>   | <b>11.8%</b>  | <b>15.0%</b>  | <b>15.0%</b>  | <b>15.0%</b>  |
| <b>净利润</b>          | <b>1,321</b>  | <b>1,051</b>  | <b>682</b>    | <b>713</b>    | <b>887</b>    | <b>973</b>    |
| <b>少数股东损益</b>       | <b>138</b>    | <b>63</b>     | <b>-25</b>    | <b>55</b>     | <b>60</b>     | <b>65</b>     |
| <b>归属于母公司的净利润</b>   | <b>1,183</b>  | <b>989</b>    | <b>708</b>    | <b>658</b>    | <b>827</b>    | <b>908</b>    |
| <b>净利率</b>          | <b>13.9%</b>  | <b>11.6%</b>  | <b>7.9%</b>   | <b>6.2%</b>   | <b>6.3%</b>   | <b>5.7%</b>   |

**现金流量表 (人民币百万元)**

|                 | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E        | 2024E        |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>净利润</b>      | <b>1,321</b>  | <b>1,051</b>  | <b>682</b>    | <b>713</b>    | <b>887</b>   | <b>973</b>   |
| <b>少数股东损益</b>   | <b>138</b>    | <b>63</b>     | <b>-25</b>    | <b>55</b>     | <b>60</b>    | <b>65</b>    |
| <b>非现金支出</b>    | <b>162</b>    | <b>91</b>     | <b>190</b>    | <b>185</b>    | <b>179</b>   | <b>156</b>   |
| <b>非经营收益</b>    | <b>-408</b>   | <b>57</b>     | <b>-240</b>   | <b>136</b>    | <b>56</b>    | <b>127</b>   |
| <b>营运资金变动</b>   | <b>113</b>    | <b>-118</b>   | <b>-42</b>    | <b>-993</b>   | <b>665</b>   | <b>658</b>   |
| <b>经营活动现金净流</b> | <b>1,189</b>  | <b>1,082</b>  | <b>590</b>    | <b>40</b>     | <b>1,786</b> | <b>1,914</b> |
| <b>资本开支</b>     | <b>-296</b>   | <b>-575</b>   | <b>-1,000</b> | <b>-265</b>   | <b>-388</b>  | <b>-408</b>  |
| <b>投资</b>       | <b>-170</b>   | <b>-537</b>   | <b>-300</b>   | <b>-150</b>   | <b>-160</b>  | <b>-160</b>  |
| <b>其他</b>       | <b>283</b>    | <b>218</b>    | <b>70</b>     | <b>80</b>     | <b>85</b>    | <b>88</b>    |
| <b>投资活动现金净流</b> | <b>-183</b>   | <b>-894</b>   | <b>-1,230</b> | <b>-335</b>   | <b>-463</b>  | <b>-480</b>  |
| <b>股权募资</b>     | <b>167</b>    | <b>425</b>    | <b>279</b>    | <b>5,656</b>  | <b>100</b>   | <b>100</b>   |
| <b>债权募资</b>     | <b>909</b>    | <b>-1,950</b> | <b>702</b>    | <b>-1,405</b> | <b>216</b>   | <b>2,295</b> |
| <b>其他</b>       | <b>-1,237</b> | <b>-797</b>   | <b>-1,572</b> | <b>-446</b>   | <b>-492</b>  | <b>-607</b>  |
| <b>筹资活动现金净流</b> | <b>-162</b>   | <b>-2,322</b> | <b>-590</b>   | <b>3,805</b>  | <b>-177</b>  | <b>1,788</b> |
| <b>现金净流量</b>    | <b>844</b>    | <b>-2,133</b> | <b>-1,230</b> | <b>3,511</b>  | <b>1,147</b> | <b>3,221</b> |

**资产负债表 (人民币百万元)**

|                 | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>货币资金</b>     | <b>7,147</b>  | <b>5,605</b>  | <b>4,616</b>  | <b>8,127</b>  | <b>9,274</b>  | <b>12,495</b> |
| <b>应收款项</b>     | <b>1,824</b>  | <b>1,584</b>  | <b>1,625</b>  | <b>2,297</b>  | <b>2,964</b>  | <b>3,745</b>  |
| <b>存货</b>       | <b>23</b>     | <b>423</b>    | <b>407</b>    | <b>561</b>    | <b>745</b>    | <b>915</b>    |
| <b>其他流动资产</b>   | <b>1,174</b>  | <b>1,160</b>  | <b>1,034</b>  | <b>1,254</b>  | <b>1,296</b>  | <b>1,327</b>  |
| <b>流动资产</b>     | <b>10,168</b> | <b>8,773</b>  | <b>7,682</b>  | <b>12,238</b> | <b>14,279</b> | <b>18,481</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>58.0%</b>  | <b>51.8%</b>  | <b>44.3%</b>  | <b>55.8%</b>  | <b>59.1%</b>  | <b>64.7%</b>  |
| <b>长期投资</b>     | <b>2,877</b>  | <b>3,570</b>  | <b>3,606</b>  | <b>3,756</b>  | <b>3,916</b>  | <b>4,076</b>  |
| <b>固定资产</b>     | <b>2,510</b>  | <b>2,507</b>  | <b>2,529</b>  | <b>2,641</b>  | <b>2,742</b>  | <b>2,833</b>  |
| <b>%总资产</b>     | <b>14.3%</b>  | <b>14.8%</b>  | <b>14.6%</b>  | <b>12.0%</b>  | <b>11.4%</b>  | <b>9.9%</b>   |
| <b>无形资产</b>     | <b>1,779</b>  | <b>1,955</b>  | <b>3,197</b>  | <b>3,146</b>  | <b>3,083</b>  | <b>3,039</b>  |
| <b>非流动资产</b>    | <b>7,370</b>  | <b>8,177</b>  | <b>9,647</b>  | <b>9,679</b>  | <b>9,877</b>  | <b>10,084</b> |
| <b>%总资产</b>     | <b>42.0%</b>  | <b>48.2%</b>  | <b>55.7%</b>  | <b>44.2%</b>  | <b>40.9%</b>  | <b>35.3%</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>17,538</b> | <b>16,950</b> | <b>17,329</b> | <b>21,917</b> | <b>24,156</b> | <b>28,565</b> |
| <b>短期借款</b>     | <b>4,326</b>  | <b>2,420</b>  | <b>2,802</b>  | <b>1,858</b>  | <b>2,059</b>  | <b>4,336</b>  |
| <b>应付款项</b>     | <b>1,930</b>  | <b>1,867</b>  | <b>1,800</b>  | <b>2,158</b>  | <b>2,719</b>  | <b>3,282</b>  |
| <b>其他流动负债</b>   | <b>2,857</b>  | <b>3,663</b>  | <b>3,722</b>  | <b>3,297</b>  | <b>4,103</b>  | <b>4,945</b>  |
| <b>流动负债</b>     | <b>9,112</b>  | <b>7,950</b>  | <b>8,325</b>  | <b>7,313</b>  | <b>8,881</b>  | <b>12,563</b> |
| <b>长期贷款</b>     | <b>45</b>     | <b>0</b>      | <b>390</b>    | <b>400</b>    | <b>412</b>    | <b>425</b>    |
| <b>其他长期负债</b>   | <b>87</b>     | <b>453</b>    | <b>688</b>    | <b>172</b>    | <b>175</b>    | <b>179</b>    |
| <b>负债</b>       | <b>9,244</b>  | <b>8,403</b>  | <b>9,403</b>  | <b>7,885</b>  | <b>9,468</b>  | <b>13,167</b> |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>7,173</b>  | <b>7,543</b>  | <b>6,987</b>  | <b>13,038</b> | <b>13,634</b> | <b>14,279</b> |
| <b>其中：股本</b>    | <b>2,504</b>  | <b>3,270</b>  | <b>3,271</b>  | <b>3,437</b>  | <b>3,437</b>  | <b>3,437</b>  |
| <b>未分配利润</b>    | <b>2,395</b>  | <b>2,257</b>  | <b>2,221</b>  | <b>2,616</b>  | <b>3,112</b>  | <b>3,657</b>  |
| <b>少数股东权益</b>   | <b>1,122</b>  | <b>1,004</b>  | <b>939</b>    | <b>994</b>    | <b>1,054</b>  | <b>1,119</b>  |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>17,538</b> | <b>16,950</b> | <b>17,329</b> | <b>21,917</b> | <b>24,156</b> | <b>28,565</b> |

**比率分析**

|               | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 每股收益          | 0.472   | 0.302   | 0.216   | 0.191   | 0.241   | 0.264   |
| 每股净资产         | 2.865   | 2.306   | 2.136   | 3.794   | 3.968   | 4.155   |
| 每股经营现金净流      | 0.475   | 0.331   | 0.181   | 0.012   | 0.520   | 0.557   |
| 每股股利          | 0.000   | 0.000   | 0.000   | 0.077   | 0.096   | 0.106   |
| <b>回报率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 净资产收益率        | 16.49%  | 13.11%  | 10.13%  | 5.05%   | 6.06%   | 6.36%   |
| 总资产收益率        | 6.75%   | 5.83%   | 4.08%   | 3.00%   | 3.42%   | 3.18%   |
| 投入资本收益率       | 5.95%   | 8.81%   | 4.40%   | 1.70%   | 1.77%   | 1.85%   |
| <b>增长率</b>    |         |         |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 10.46%  | 0.18%   | 4.78%   | 19.69%  | 22.41%  | 21.35%  |
| EBIT增长率       | -7.18%  | 29.23%  | -46.45% | -41.12% | 9.07%   | 22.93%  |
| 净利润增长率        | 93.26%  | -16.43% | -28.41% | -7.04%  | 25.66%  | 9.84%   |
| 总资产增长率        | 15.23%  | -3.35%  | 2.24%   | 26.47%  | 10.22%  | 18.25%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 56.3    | 48.7    | 47.4    | 50.0    | 50.0    | 50.0    |
| 存货周转天数        | 2.8     | 23.7    | 43.7    | 47.0    | 50.0    | 50.0    |
| 应付账款周转天数      | 65.3    | 60.9    | 63.3    | 65.0    | 63.5    | 66.0    |
| 固定资产周转天数      | 107.6   | 104.1   | 101.1   | 86.9    | 72.7    | 61.1    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -36.15% | -39.95% | -21.51% | -43.91% | -48.42% | -52.31% |
| EBIT利息保障倍数    | 6.8     | 9.4     | 7.1     | 15.6    | -3.0    | -4.7    |
| 资产负债率         | 52.71%  | 49.57%  | 54.26%  | 35.98%  | 39.19%  | 46.09%  |

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内  | 一月内  | 二月内  | 三月内  | 六月内  |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 3    | 12   | 26   | 32   | 80   |
| 增持 | 0    | 0    | 1    | 2    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.04 | 1.06 | 1.00 |

来源：聚源数据

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期         | 评级 | 市价    | 目标价           |
|----|------------|----|-------|---------------|
| 1  | 2020-10-23 | 买入 | 41.43 | 62.23 ~ 62.23 |
| 2  | 2020-11-01 | 买入 | 43.15 | N/A           |
| 3  | 2021-01-06 | 买入 | 46.60 | N/A           |
| 4  | 2021-02-18 | 买入 | 43.26 | N/A           |
| 5  | 2021-02-27 | 买入 | 36.90 | 52.74 ~ 62.23 |
| 6  | 2021-03-28 | 买入 | 35.20 | N/A           |
| 7  | 2021-08-19 | 买入 | 37.25 | N/A           |
| 8  | 2021-10-31 | 买入 | 31.80 | N/A           |

来源：国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402