浙数文化（600633.SH）

主业表现亮眼，数字经济/AIGC布局提升成长潜力

增持

核心观点

数字经济头部企业，数字文化与数字科技齐头并进。公司是浙江省及国内领先的数字文化与数字科技产业集团，业务主要分为数字文化、数字科技以及创业投资三大板块，数字文化（游戏+社交）/数字科技（技术信息+网络广告）收入分别占比83%/17%；从毛利率看，游戏毛利率最高（约90%），在线社交和技术信息业务的毛利率在45%-50%左右，网络广告毛利率约85%。2018-2021年收入利润增长稳健，收入/归母净利润的3年复合增长率为17%/8%，2022年在线业务推动收入大幅增长69%，净利润受减值准备计提及对外投资损益影响下滑5%。

数字文化板块营收及利润表现良好，持续深化布局数字科技。1）数字文化的核心公司为边锋网络，是国内领先的互动休闲娱乐社区，2022年收入44.1亿，其中游戏/在线社交分别为17.2/25.8亿，净利润7.1亿，同比增长5.9%。2）数字科技的核心业务为互联网数据中心业务。富春云科技是国内领先的第三方互联网基础设施建设提供商，目前在一线城市有3个数据中心，2022年收入/净利润分别为3.6/0.87亿元。另外，2022年浙江大数据中心已协助温州、湖州、义乌等多地完成了数据要素市场化改革试点的申报工作。3）创业投资赋能主业发展，2022年持续对数字浙江进行实缴出资，投资比例17%，进一步深化数字科技板块的产业布局。

游戏业务有望稳定成长，数字经济及AIGC产业链优势明显。1）22年版号重启以来公司已经获得包括《造个方舟》《魔法连环消》《萌宠庄园》等在内的十款游戏版号，为23年游戏业务表现奠定良好基础；2）数据要素方面公司16年参与设立浙江大数据交易中心并为其第一大股东，在“数字中国”加速推进、数据交易需求有望快速提升的背景下具备稀缺的牌照和产业链卡位优势；3）AIGC方面，公司当前已经具备基础设施（富春云）、数据（交易平台及数字要素资产）、场景（游戏及社交）全场景布局；同时子公司传播大脑发布“天目蓝云”并与阿里巴巴、百度战略合作，将从技术集成、数据交互和融合传播多维度构建AIGC时代技术服务与内容生成、分发平台。

风险提示：监管政策风险；应用落地不及预期；技术进步低于预期风险等。

投资建议：持续看好数字经济、AIGC时代公司产业链布局优势，首次覆盖予以“增持”评级。我们预计公司2023/24/25年归母净利润分别为6.88/8.24/9.78亿元，同比增速40/20/19%；摊薄EPS=0.54/0.65/0.77元，当前股价对应同期PE=27/22/19x。公司数字文化业务稳步增长，数字经济、AIGC时代优势显著并有望迎来新增长动能，首次覆盖予以“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2019	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,064	5,186	5,067	5,672	6,458
(+/-%)	-13.4%	69.3%	-2.3%	11.9%	13.9%
净利润(百万元)	517	490	688	824	978
(+/-%)	1.0%	-5.2%	40.4%	19.8%	18.7%
每股收益（元）	0.41	0.39	0.54	0.65	0.77
EBIT Margin	40.8%	26.5%	15.5%	18.9%	19.6%
净资产收益率（ROE）	5.8%	5.3%	7.0%	8.0%	8.9%
市盈率（PE）	35.4	37.3	26.6	22.2	18.7
EV/EBITDA	14.2	12.7	25.8	19.4	16.7
市净率（PB）	2.05	1.97	1.87	1.77	1.66

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测　　注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

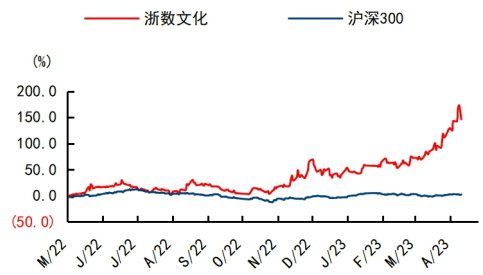
传媒·游戏II

证券分析师：张衡
021-60875160
zhangheng2@guosen.com.cn
S0980517060002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	14.44元
总市值/流通市值	18277/18277百万元
52周最高价/最低价	16.22/5.43元
近3个月日均成交额	585.54百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

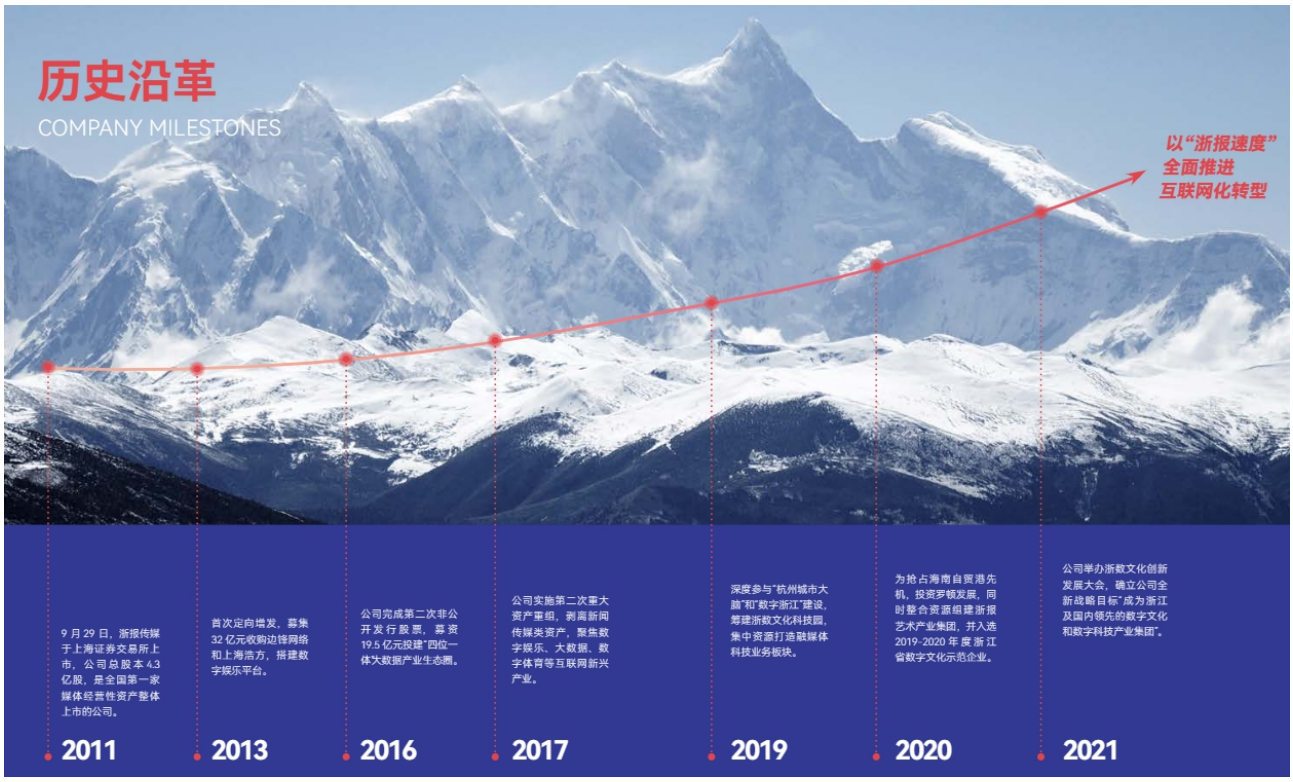
相关研究报告

数字经济头部企业，数字文化与数字科技齐头并进

浙数文化是国内领先的数字文化和数字科技产业集团。公司是中国报业集团中团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司，于 2011 年 9 月 29 日在上海证券交易所借壳上市。

上市以来，公司通过外延收购及内部创新，不断推动产业转型。2013 年，收购边锋网络、上海浩方两大互联网游戏平台，构建数字娱乐产业链；2016 年，投建包括浙江大数据交易中心、“富春云”互联网数据中心、“梧桐树+”数据产业园、大数据产业基金形成“四位一体”大数据产业生态圈；2017 年，实施重大资产重组出售新闻传媒类资产，全面向互联网数字文化产业集团转型；2019 年，公司组建浙报融媒体科技（浙江）有限责任公司，大力服务国家媒体融合发展战略；2020 年，公司投资罗顿发展，抢占海南自贸港先机，打造国内领先的数字体育产业平台，并入选 2019-2020 年度浙江省数字文化示范企业。目前，公司已成为浙江省以及国内领先的数字文化和数字科技产业集团。

图1：浙数文化发展历程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司的控股股东、实控人为浙报集团，当前持有公司 48.4%的股份。前十大股东合计持股比例 55.8%，股权关系较稳定。

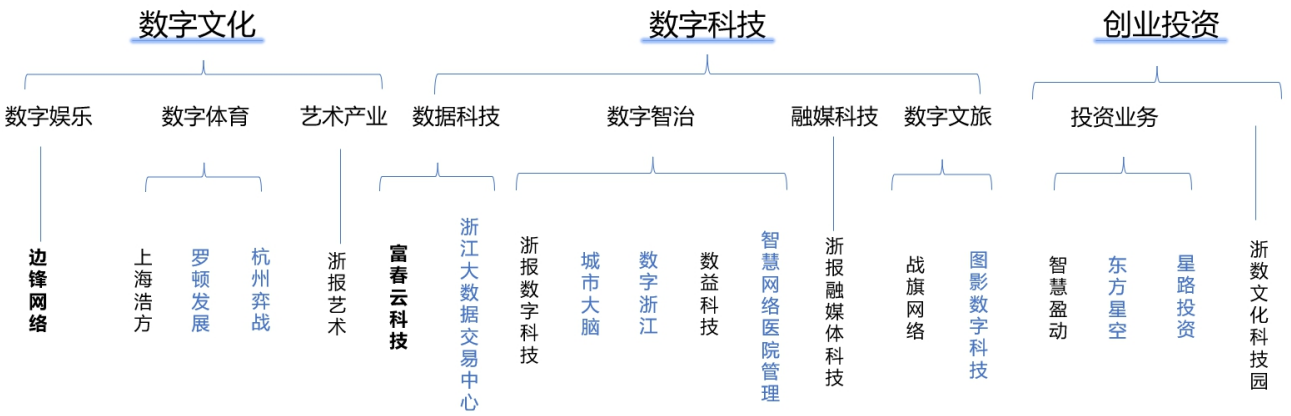
表1：截至 2022 年末公司前十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
浙报传媒控股集团有限公司	613, 172, 413	48. 4
广东省铁路发展基金有限责任公司	23, 834, 502	1. 9
上海白猫(集团)有限公司	18, 061, 122	1. 4
中央汇金资产管理有限责任公司	17, 551, 600	1. 4
浙江新干线传媒投资有限公司	8, 015, 951	0. 6
广发中证传媒交易型开放式指数证券投资基金	7, 671, 826	0. 6
中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红	4, 846, 600	0. 4
财通资管科技创新一年定期开放混合型证券投资基金	4, 407, 640	0. 3
上海机电股份有限公司	4, 382, 400	0. 3
冯晓明	4, 249, 800	0. 3
	706, 193, 854	55. 8

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

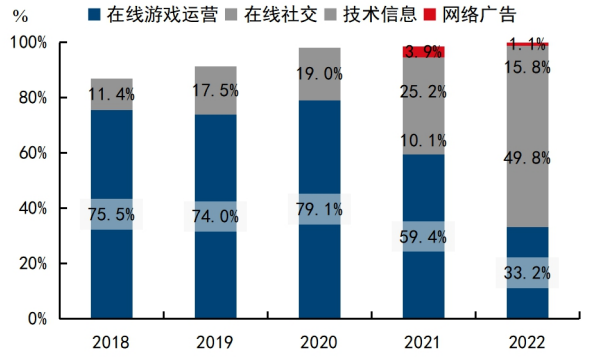
公司的业务主要分为数字文化、数字科技以及创业投资三大板块，数字文化板块为主要收入来源。1）从收入构成看，2022 年数字文化板块（在线游戏+在线社交）/数字科技板块（技术信息+网络广告）收入分别占比 83%（33%+50%）/17%（16%+1%），创业投资占比较小。2）从毛利率看，2022 年在线游戏毛利率最高，为 92. 1%，显著高于在线社交（44. 6%）、技术信息（48. 2%）及网络广告（85. 4%）。

图2：浙数文化三大业务板块基本情况



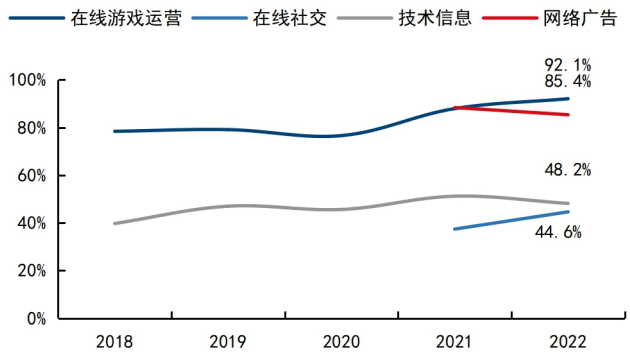
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理。注：黑色为全资子公司，蓝色为参股公司。

图3：公司分业务收入占比



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

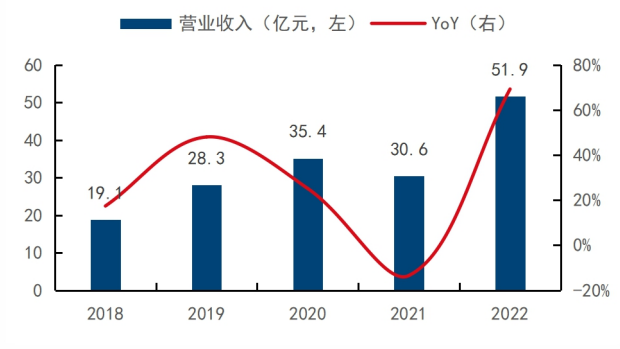
图4：公司分业务毛利率



资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

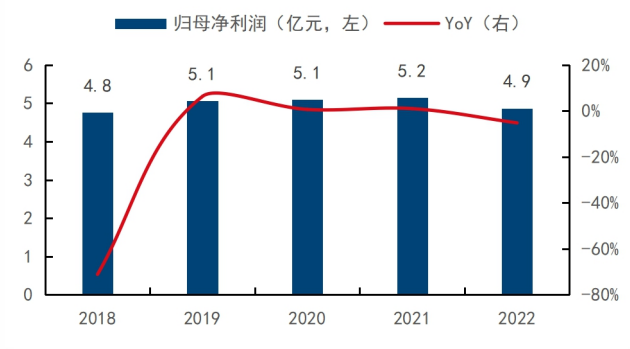
2018-2021 年收入利润增长稳健，2022 年收入大幅增长，净利润受减值准备计提及对外投资损益影响。1）公司 2017 年剥离新闻传媒类资产后向互联网数字文化企业转型，收入从 2018 年的 19.1 亿提升至 2021 年的 30.6 亿，3 年复合增长率 17.0%；2022 年收入 51.9 亿元，同比增长 69.27%，主要由在线社交业务的大幅增长推动。2）2018 至 2021 年归母净利润从 14.4 亿提升至 18.2 亿，3 年复合增长率 8.1%，2022 年归母净利润 4.9 亿元，同比下降 5.2%，主要由于长期股权投资公允价值变动产生约 1.9 亿元的负面影响；2022 年扣非后归母净利润 5.9 亿元，同比增长 92.6%。

图5：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

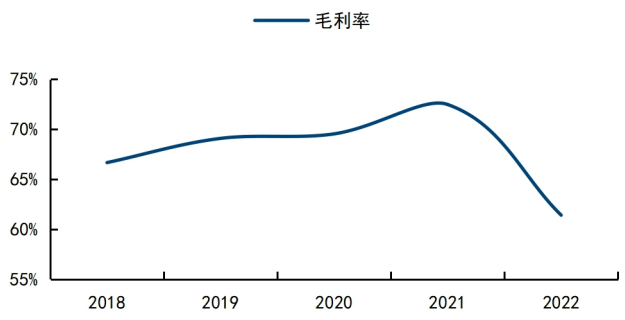
图6：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

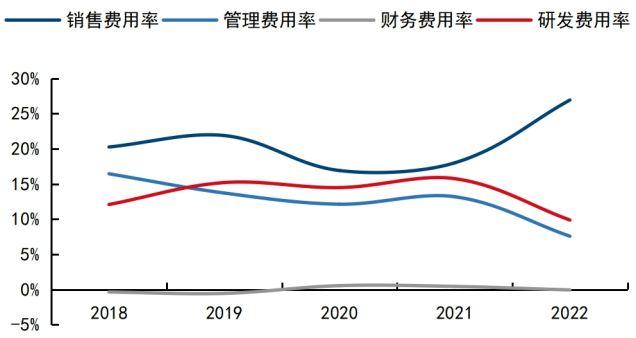
业务结构变动 2022 年毛利率下滑，费用率控制良好。1）2018~2021 年公司的毛利率在 66%~72%左右，主要由于毛利率为 80%~90%的在线游戏业务占比较高；2022 年由于毛利率较低的在线社交业务占比增加，公司毛利率同比下降 11.1 个百分点至 61.4%。2）期间费用率整体为 44.3%，同比下降 3.1 个百分点；其中销售费用率为 26.9%，同比增长 8.9 个百分点，主要由于子公司加大业务拓展、市场推广费增加；管理/财务/研发费用率分别为 7.6%/-0.1%/9.9%，分别同比-5.6/-0.5/-5.9 个百分点。

图7：公司毛利率及变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司费用率及变化（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

数字文化板块营收及利润表现良好，持续深化布局数字科技

数字文化板块：休闲游戏稳中有升，在线社交快速增长

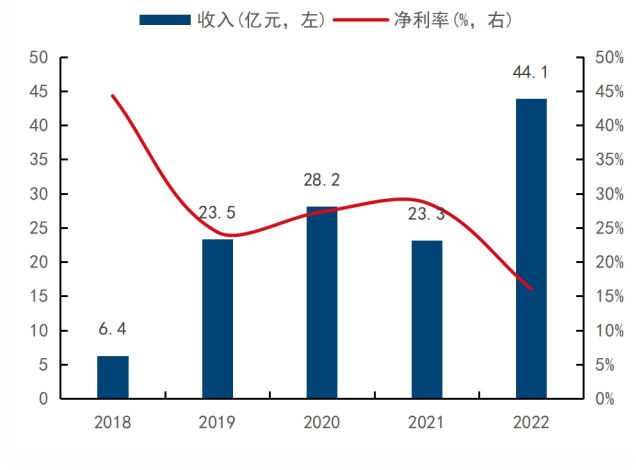
数字文化的核心公司为边锋网络，创建于 1999 年，主要由边锋游戏和游戏茶苑两家中国领先的棋牌游戏公司合并运营发展而成，2004 年整合入盛大网络旗下，2013 年浙报传媒斥资 32 亿元收购边锋为其旗下全资子公司。边锋以在线棋牌、电子竞技平台、桌面游戏、无线终端为四大主营业务，旗下有边锋游戏、游戏茶苑、浩方电竞、三国杀等众多知名品牌，在所处领域中均处于领先地位。

目前，边锋网络在深耕互联网休闲游戏的同时积极布局行业新赛道，边锋网络是以互动休闲娱乐为核心的多终端垂直型交互社区，注册用户过亿、月活用户上千万，运营实力领先，核心产品包括《大 PK 斗地主》、《双扣》、《红五三打一》等。2022 年收入为 44.1 亿元，其中游戏 17.2 亿、在线社交业务收入 25.8 亿；净利润为 7.1 亿，同比增长 5.9%。

图9：边锋网络核心产品一览

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图10：边锋网络收入及净利率变化



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

数字科技板块：数据要素及 AIGC 布局完善

公司的数据科技板块主要为建设新型基础设施，推动数字技术与政务、医疗、媒体等各领域的深度融合，分为数据科技、数字智治、融媒科技、数字文旅四大方向。

数据科技的核心业务为互联网数据中心业务（Internet Data Center，简称“IDC”）。富春云科技是国内领先的第三方互联网基础设施服务提供商，秉承“安全稳定、优质高效”的核心服务理念，面向国内政府、企业提供基于 GB50174-A 级/Uptime Tier Ⅲ+标准的国际一流互联网数据中心，已有互联网头部企业、国家部委、金融机构、教育行业、交通行业等企事业单位入驻。富春云科技的数据中心主要布局在核心一线城市，现已有北京四季青数据中心、杭州富阳数据中心和杭州大江东数据中心，2022 年收入/净利润分别为 3.6/0.87 亿元，净利率 24.1%。

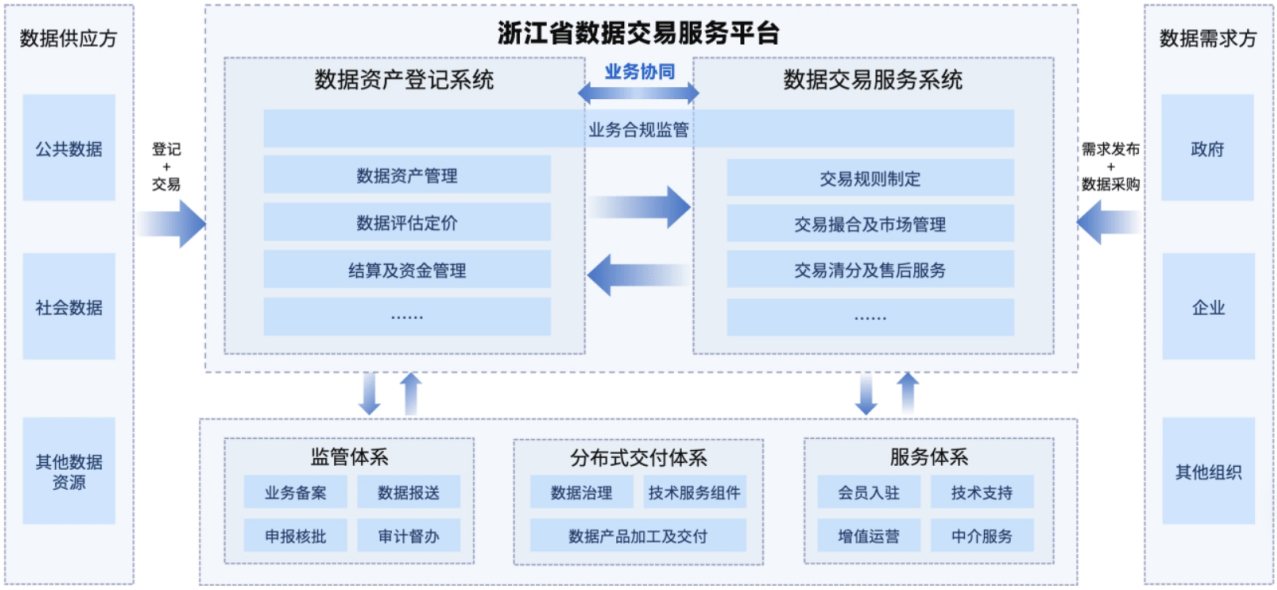
图11：富春云科技数据中心分布

北京四季青数据中心	杭州富阳数据中心	杭州大江东数据中心
面积：25000m²	面积：70792m²	面积：20000m²
机柜供电标准：平均功耗6KW	机柜供电标准：平均功耗6KW	机柜供电标准：平均功耗6KW
电力总容量：46800KVA +	电力总容量：138000kVA	电力总容量：40000kVA
机柜数：3000+	机柜数：7000+	机柜数：2500+
机房建设标准：国标A级，T3+	机房建设标准：国标A级，T3+	机房建设标准：国标A级，T3+

资料来源：富春云科技官网，国信证券经济研究所整理

浙江大数据交易中心于 2016 年 5 月成立，是浙江省第一家数据交易场所，也是迄今为止全省唯一一家持牌数据交易场所，获得了省委省政府相关部门的大力支持。公司通过数据产品、数据技术、数据模型、供需匹配、数据流通平台建设来完成数据流通服务，同时以数据加工、整合、脱敏、模型构建等服务提供额外配套数据增值支持，致力于打造具有公信力、开放、客观、独立的全国第三方数据流通平台。2022 年，浙江大数据交易中心已协助温州、湖州、义乌等多地完成了数据要素市场化改革试点的申报工作。

图12：浙江省数据交易服务平台架构设计



资料来源：浙江大数据交易中心官网，国信证券经济研究所整理

此外，公司的控股子公司传播大脑积极引入三家省属国有文化企业的战略投资，共同打造浙江省融媒体技术统一支撑平台，努力推进构建省域一体化传播体系建设，持续探索以技术驱动媒体融合的实践发展。

创业投资板块：赋能主业发展，持续投资数字浙江

公司的创业投资板块以投资为手段赋能主业发展，助力产业结构优化和产业转型升级，旗下主要有智慧盈动、东方星空、星路投资等。2022 年公司继续对数字浙江进行实缴出资，投资比例 17%，进一步深化数字科技板块的产业布局。数字浙江定位为公共数据平台专家，愿景是成为“数字浙江”技术中坚。依托浙江公共数据平台，我们助力政府内部实现数据共享、流程再造和业务协同，提供顶层设计、平台建设、业务创新、运维保障及运营等服务，并在数据归集、治理、共享、开放运营等方面积累了丰富经验，在政府领导下，面向全社会提供专业的、权威的、全面的公共数据服务。

图13：数字浙江公司发展目标

资料来源：数字浙江官网，国信证券经济研究所整理

数据要素及 AIGC 产业链优势显著，数字经济红利下有望迎来新成长动能

2023 年政策暖风、行业复苏有望推动公司快速成长。1）数字文化板块，2023 年游戏版号发放节奏恢复稳定，截至 2 月底已接近 2022 全年 30%，行业供给端将迎来改善。公司旗下的边锋网络在巩固原有休闲游戏业务的同时积极孵化新赛道，因此在行业低谷期表现好于行业，而 2022 年在在线社交领域也取得了 7 倍以上的收入同比增长。此外，公司结合浙江文化和旅游强省的基础及公司的技术和运营资源，做优数字文旅、艺术等板块。深度参与亚运会体育展示业务、逐步完善图影数字科技，持续布局拍卖业务、艺术融媒体平台等。2）数字科技板块，2023 年 2 月，中共中央、国务院印发《数字中国建设整体布局规划》，对数据基础建设、数据资源大循环提出更高要求。《2023 年浙江省政府工作报告》中也提出，今后五年，将大力推进数字化改革，建设数字浙江、打造数字变革高地，包括发展数字政务、打造数字文化、建设数字社会、建设一流数字基础设施、完善数字治理体系等。富春云科技为国内领先的第三方互联网基础设施服务提供商，在数据科技方面具有先发优势，有望乘势而上。此外，公司 2022 年末完成了杭州城市大脑公司的股权转让交割，持有其 70%股权，进一步壮大数字科技板块的布局。

数据要素及 AIGC 产业链优势明显。1）数据要素方面公司 16 年参与设立浙江大数据交易中心并为其第一大股东，在“数字中国”加速推进、数据交易需求有望快速提升的背景下具备稀缺的牌照和产业链卡位优势；2）AIGC 方面，公司当前已经具备基础设施（富春云）、数据（交易平台及数字要素资产）、场景（游戏及社交）全场景布局；同时子公司传播大脑发布“天目蓝云”并于阿里巴巴、百度战略合作，将从技术集成、数据交互和融合传播多维度构建 AIGC 时代技术服务与内容生成、分发平台。

投资建议：持续看好数字经济、AIGC 时代公司产业链布局优势，首次覆盖予以“增持”评级

我们假设公司的在线游戏运营业务收入增速分别为 10%/8%/15%，对应毛利率分别为 92%/92%/92%；技术信息服务业务收入 10%/30%/30%，对应毛利率分别为 48%/48%/48%；网络广告业务收入增速分别为 30%/10%/10%，对应毛利率分别为 85%/85%/85%。

表2：分享业务收入（百万元）及增速、毛利率

	2022	2023E	2024E	2025E
在线游戏运营收入	1724	1896	2048	2355
YoY	-5.29%	10.00%	8.00%	15.00%
毛利率	92%	92%	92%	92%
在线社交收入	2582	2195	2370	2489
YoY	733.73%	-15.00%	8.00%	5.00%
毛利率	45%	35%	35%	35%
技术信息服务收入	821	903	1174	1526
YoY	6.49%	10.00%	30.00%	30.00%
毛利率	48%	48%	48%	48%
网络广告收入	55	71	78	86
YoY	-53.82%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率	85%	85%	85%	85%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测与估值：我们预计公司2023/24/25年归母净利润分别为6.88/8.24/9.78亿元，同比增速40/20/19%；摊薄EPS=0.54/0.65/0.77元，当前股价对应同期PE=27/22/19x。从可比公司估值来看：1）以基础的游戏业务为参照系，可比公司（恺英网络、姚记科技、吉比特）估值普遍处于23年20-23xPE估值、而考虑游戏板块AIGC主题催化，潜在估值有望达到23年30-35xPE区间（2019-2020年上半年游戏板块估值水平）；2）AIGC视角来看，具备落地场景的可比公司昆仑万维、汤姆猫分别对应23年42、38xPE；3）综合上述两者估值体系，给予公司23年25-35xPE合理估值区间，对应股价13.5-18.9元，乐观情形当前股价具备35%上涨空间；4）公司数字文化业务稳步增长，数字经济、AIGC时代优势显著并有望迎来新增长动能，首次覆盖予以“增持”评级。

表3：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（亿元）	EPS 2021	EPS 2022E	EPS 2023E	PE 2021	PE 2022E	PE 2023E
002517.SZ	恺英网络	增持	13.11	282	0.27	0.45	0.64	49	29	20
002605.SZ	姚记科技	增持	33.61	138	1.40	0.84	1.46	24	40	23
603444.SH	吉比特	买入	522.38	375	20.43	20.33	23.06	26	26	23
300418.SZ	昆仑万维	增持	47.41	567	1.29	0.97	1.13	37	49	42
300459.SZ	汤姆猫	增持	7.5	264	0.20	0.17	0.20	37	44	38

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	842	1167	939	983	1030
应收款项	296	411	4164	4507	4954
存货净额	27	19	1377	1430	1481
其他流动资产	215	349	811	964	1162
流动资产合计	**2264**	**2448**	**7349**	**7951**	**8713**
固定资产	1462	1783	1903	1890	1872
无形资产及其他	890	817	784	751	719
投资性房地产	5424	5410	5410	5410	5410
长期股权投资	1866	1742	1722	1722	1722
资产总计	**11906**	**12200**	**17168**	**17725**	**18435**
短期借款及交易性金融负债	585	45	3327	2931	2516
应付款项	285	458	795	894	1010
其他流动负债	823	891	1643	1759	1995
流动负债合计	**1692**	**1394**	**5765**	**5583**	**5521**
长期借款及应付债券	259	441	441	441	441
其他长期负债	242	225	280	368	370
长期负债合计	**500**	**667**	**722**	**810**	**811**
负债合计	**2193**	**2061**	**6486**	**6393**	**6332**
少数股东权益	787	862	923	997	1084
股东权益	8926	9277	9758	10335	11020
负债和股东权益总计	**11906**	**12200**	**17168**	**17725**	**18435**

关键财务与估值指标	2019	2022	2023E	2024E	2025E
每股收益	0.41	0.39	0.54	0.65	0.77
每股红利	0.18	0.12	0.16	0.20	0.23
每股净资产	7.05	7.33	7.71	8.17	8.71
ROIC	15%	15%	7%	8%	9%
ROE	6%	5%	7%	8%	9%
毛利率	72%	61%	59%	59%	60%
EBIT Margin	41%	26%	16%	19%	20%
EBITDA Margin	47%	31%	19%	22%	23%
收入增长	-13%	69%	-2%	12%	14%
净利润增长率	1%	-5%	40%	20%	19%
资产负债率	25%	24%	43%	42%	40%
息率	1.3%	0.8%	1.1%	1.4%	1.6%
P/E	35.4	37.3	26.6	22.2	18.7
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.2	12.7	25.8	19.4	16.7

利润表（百万元）	2019	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	**3064**	**5186**	**5067**	**5672**	**6458**
营业成本	844	2002	2058	2325	2610
营业税金及附加	15	22	15	17	19
销售费用	552	1396	1364	1429	1627
管理费用	404	393	843	827	937
财务费用	14	(3)	(26)	140	121
投资收益	69	67	(26)	30	20
资产减值及公允价值变动	425	(147)	100	100	100
其他收入	(1000)	(625)	0	0	0
营业利润	731	672	887	1064	1263
营业外净收支	(2)	5	4	4	4
利润总额	729	677	891	1068	1267
所得税费用	**97**	**121**	**116**	**139**	**165**
少数股东损益	115	66	87	105	124
归属于母公司净利润	517	490	688	824	978

现金流量表（百万元）	2019	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	517	490	688	824	978
资产减值准备	20	34	(109)	0	0
折旧摊销	190	228	172	201	206
公允价值变动损失	(425)	147	(100)	(100)	(100)
财务费用	14	(3)	(26)	140	121
营运资本变动	63	33	(4540)	(245)	(343)
其它	43	12	171	73	87
经营活动现金流	**408**	**944**	**(3719)**	**753**	**828**
资本开支	0	(318)	(50)	(55)	(55)
其它投资现金流	119	381	445	(11)	(18)
投资活动现金流	**(263)**	**188**	**415**	**(66)**	**(73)**
权益性融资	(2)	2	0	0	0
负债净变化	87	182	0	0	0
支付股利、利息	(233)	(151)	(206)	(247)	(293)
其它融资现金流	182	(870)	3282	(396)	(415)
融资活动现金流	**(112)**	**(806)**	**3075**	**(643)**	**(708)**
现金净变动	**33**	**326**	**(228)**	**44**	**47**
货币资金的期初余额	808	842	1167	939	983
货币资金的期末余额	842	1167	939	983	1030
企业自由现金流	0	1072	(3773)	792	857
权益自由现金流	0	385	(470)	279	342

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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
深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046　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 层
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