

2023年07月26日

## 信服转债（123210.SZ）申购分析

## 主题报告

### 国内网络安全领域领军企业

#### 投资要点

- ◆ 本次发行规模 12.15 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（中证鹏元）。转股价 111.74 元，到期补偿利率为 6% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 25 日中债 6YAA 企业债到期收益率 3.9158% 贴现率计算，纯债价值 89.91 元，对应 YTM 为 2.06%，债底保护性较好。
- ◆ 总股本稀释率 2.54%、流通股本稀释率 3.83%，摊薄压力较小。
- ◆ 从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.004%。
- ◆ 截至 2023 年 7 月 25 日，公司 PE(TTM) 155.34，低于同行业可比公司平均值（剔除负值）。ROE -5.33%，同时处于自身上市以来 88.13% 分位数，估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 2.80%。
- ◆ 年初至今公司股价下降 0.69%，行业指数（申万三级-横向通用软件）上升 37.37%，公司跑输行业指数。
- ◆ 公司流通市值占总市值比例为 65.52%，剩余限售 A 股 143,722,827.00 股。
- ◆ 综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 27% 左右，对应价格为 120.68 元~133.39 元。

#### ◆ 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果与实际可能存在较大差异。

分析师

罗云峰

SAC 执业证书编号：S0910523010001

luoyunfeng@huajinsec.cn

#### 相关报告

改性塑料行业高新技术企业-聚隆转债（123209.SZ）申购分析 2023.7.25

资产配置周报（2023.7.23）-恐慌情绪较重，无需过度悲观 2023.7.25

新型电力半导体器件领军企业-宏微转债（118040.SH）申购分析 2023.7.24

国内知名整车厂一级供应商-神通转债（111016.SH）申购分析 2023.7.24

创新型亲子家庭全渠道服务提供商-孩王转债（123208.SZ）申购分析 2023.7.24



## 内容目录

一、信服转债分析 .....	3
(一) 转债分析 .....	3
(二) 中签率分析 .....	3
二、正股分析 .....	4
(一) 公司简介 .....	4
(二) 行业分析 .....	5
(三) 财务分析 .....	7
(四) 估值表现 .....	9
(五) 募投项目分析 .....	10
三、定价分析 .....	10
风险提示: .....	11

## 图表目录

图 1: 全球网络安全行业市场规模 (亿美元) .....	6
图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元) .....	7
图 3: 营业收入情况 (万元, %) .....	8
图 4: 归母净利润情况 (万元, %) .....	8
图 5: 公司经营现金流情况 (万元) .....	9
图 6: 近一年行业指数及立中集团股价走势 .....	10
图 7: 法本转债及正股表现情况 (%) .....	11
图 8: 科蓝转债及正股表现情况 (%) .....	11

表 1: 信服转债基本要素 .....	3
表 2: 公司主营收入分产品 (万元) .....	4
表 3: 公司主要财务指标 .....	8
表 4: 期间费用情况 (万元) .....	8
表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %) .....	9

## 一、信服转债分析

### (一) 转债分析

本次发行规模 12.15 亿元，期限 6 年，评级为 AA/AA（中证鹏元）。转股价 111.74 元，到期补偿利率为 6% 属一般水平。下修条款 15/30,85% 和强赎条款 15/30,130% 均为市场化条款。以 2023 年 7 月 25 日中债 6YAA 企业债到期收益率 3.9158% 贴现率计算，纯债价值 89.91 元，对应 YTM 为 2.06%，债底保护性较好。

总股本稀释率 2.54%、流通股本稀释率 3.83%，摊薄压力较小。

表 1：信服转债基本要素

基本要素			
债券简称	信服转债	债券代码	123210.SZ
正股简称	深信服	股票代码	300454.SZ
评级	AA/AA（中证鹏元）	认购代码	370454.SZ
发行金额	12.15	发行期限	6
转股价（元/股）	111.74	起息日	2023-07-27
转股起始日	2024-02-02	转股结束日	2029-07-26
下修条款	15/30,85%	强赎条款	15/30,130%
回售条款	30,70%，附加回售	补偿利率	6.00%
利率	0.30%，0.40%，0.8%，1.50%，1.80%，2.00%		
发行方式	优先配售和网上定价	优先配售（元/股）	2.9227
总股本稀释率	2.54%	流通股本稀释率	3.83%
募集资金用途	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额
	深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目	57,879.00	51,423.60
	软件定义 IT 基础架构项目	154,578.00	70,052.00
	合计	212,457.00	121,475.60
主要指标			
转股价	111.7400	折现率（2023/7/25）	3.9158%
债券面值	100	平价溢价率	11.25%
正股收盘价 (2023/7/25)	111.77	转股溢价率	-0.03%
纯债价值	89.91	纯债溢价率	11.22%
平价	100.03	纯债 YTM	2.06%

资料来源：Wind，华金证券研究所

### (二) 中签率分析

截至 2023 年 3 月 31 日，深信服前十大股东持股比例合计 58.25%，持股较为集中。假设前十大股东参与比例为 80%，剩余股东参与比例为 50%，则股东优先配售比例为 67.48%。网上申

购额度为 3.95 亿元。从近期市场转债申购情况看，假设网上申购数为 1000 万户，单户申购上限金额 100 万元，则中签率预计为 0.004%。

## 二、正股分析

### (一) 公司简介

截至 2022 年 12 月 31 日，发行人的控股股东和实际控制人为何朝曦、熊武、冯毅，分别持有公司 20.27%、17.57% 和 8.11% 的股份，三人合计持有公司 45.94% 的股份。公司控股股东和实际控制人不存在股份质押的情况，无股权质押风险。

目前，公司主要业务分为网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网三大类。其中，网络安全业务是公司自成立以来的核心业务，也是公司报告期内营业收入构成的主要部分，近三年占比在 52% 以上。公司主要产品和服务主要涉及边界安全、终端安全、身份与访问安全、内容安全、云安全、安全服务等领域，核心产品及服务包括下一代防火墙、VPN（虚拟专用网络产品）、全网行为管理、终端检测与响应平台、安全感知管理平台、零信任访问控制系统、数据安全产品及方案、应用交付、SD-WAN、安全 SaaS、安全服务（安全托管、安全评估、安全运维、安全培训四大类服务）等。云计算及 IT 基础设施业务是公司近年来的重点发展领域，主要产品包括虚拟化产品、超融合 HCI 产品、软件定义终端桌面云 aDesk、企业级分布式存储 EDS、大数据智能平台 aBDI、数据库服务平台 DMP 等产品，并向用户提供包括云平台、托管云等云数据中心整体解决方案。基础网络及物联网业务主要产品包括企业级无线、安视交换机、企业级物联网和面向中小企业的 SMB 数通组网品等。

公司销售收入以华东地区为主，近三年占比在 33% 以上，向华南地区的销售占比呈上升趋势。

公司采购的原材料主要包括服务器、工控设备、配件等，其中，服务器的占比最大，近三年在 32% 以上。公司日常经营所需的主要能源为办公用电，占主营业务成本的比重较低。

生产模式方面，公司对外销售的产品通常由硬件设备和软件部分构成，其中硬件设备（如工控机、服务器、交换机等）全部为外购。公司生产工艺简单，公司向供应商采购硬件设备后，通过整机供应商/外协工厂为主，内部工厂为辅的生产模式，进行检测、老化、软件预装等环节，将研发的软件产品与硬件产品集成后，交付给客户使用。采购模式方面，公司采购的主要原材料为工控机、服务器、交换机、硬盘等硬件设备，以及少量第三方软件产品和配件等。研发模式方面，公司的研究开发以客户需求为导向，以技术创新为驱动，秉承了“成熟一代、预研一代、展望一代”的总体布局。公司聚焦网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网三类业务，不断进行技术创新、产品升级和新产品孵化，实现研发创新成果的市场转化。销售模式方面，公司销售实行渠道代理销售为主、直销为辅的销售模式。

表 2：公司主营收入分产品（万元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
网络安全业务	389,763.55	52.58%	368,867.27	54.20%	334,880.88	61.35%

	2022 年		2021 年		2020 年	
云计算及 IT 基础设施业务	285,946.71	38.57%	237,949.02	34.97%	159,129.60	29.15%
基础网络及物联网业务	65,577.41	8.85%	73,674.05	10.83%	51,829.04	9.50%
<b>合计</b>	<b>741,287.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>680,490.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>545,839.52</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: Wind, 华金证券研究所

## (二) 行业分析

公司所处的行业属于网络安全行业，网络安全是指信息系统（包括硬件、软件、基础设施等）中的数据受到保护，不会由于偶然的或者恶意的原因而遭受到未经授权的访问、泄露、破坏、修改、审阅、检查、记录或销毁。网络安全的主要目标包括实现信息的真实性、保密性、完整性、可用性、不可抵赖性。一般而言，网络安全业务主要包括安全产品（含安全硬件、安全软件）及安全服务。网络安全行业的上游主要为工控机、存储器、芯片、集成电路等产品制造商，中游为提供安全产品、安全服务及安全集成的安全厂商，下游则是政府、金融、电信、能源等各行业的企业级用户。网络安全细分领域较多，包括安全内容管理、VPN、防火墙、入侵检测与防御等多个产品类型，市场竞争格局较为分散。在我国主流的网络安全产品领域，每一细分市场的主要竞争厂商都在 10 家以上。目前网络安全市场的细分程度较高，单一企业难以掌握网络安全领域的全部技术，市场总体的品牌集中度不高。近年来，随着我国网络安全行业的快速发展，行业内领先企业的技术创新能力、产品研发能力不断提升，网络安全主要细分市场的市场份额向具有一定技术实力和品牌知名度的厂商汇聚，市场集中度正逐步提高。此外，行业领先企业利用优势产品、品牌知名度和客户渠道资源，不断通过技术创新和产品研发，扩张产品线，提升整体解决方案的服务能力，提升市场竞争力。

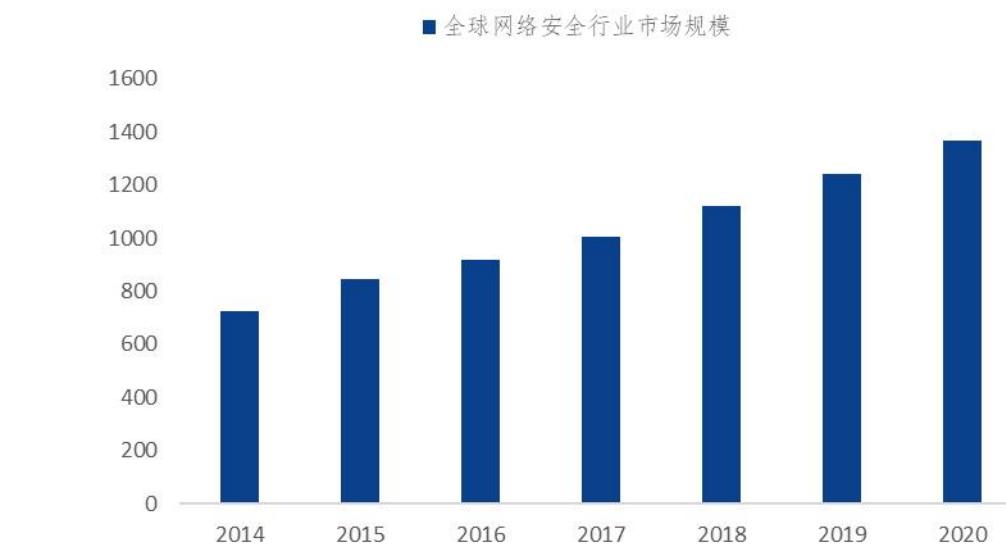
公司部分业务属于云计算行业，云计算是推动信息技术能力实现按需供给、促进信息技术和数据资源充分利用的全新业态，是信息技术发展和服务模式创新的集中体现，也是信息化发展的重大变革和必然趋势。云计算是一种通过网络统一组织和灵活调用各种 ICT 信息资源，实现大规模计算的信息处理方式。云计算利用分布式计算和虚拟资源管理等技术，通过网络将分散的 ICT 资源（包括计算与存储、应用运行平台、软件等）集中起来形成共享的资源池，并以动态按需和可度量的方式向用户提供服务。用户可以使用各种形式的终端通过网络获取 ICT 资源服务。云计算方面，在公有云领域，阿里云、腾讯云等大型企业基于多年的经营，其自身产品线较为丰富，技术服务不断提升，凭借自身的规模效应，议价能力较强，占据市场份额较多。在私有云及混合云领域，深信服、华为、新华三等企业凭借创新型的产品方案占据一定的竞争优势。随着云计算市场需求持续增长，行业规模不断扩大，越来越多的企业开始布局云计算业务，云计算行业市场竞争也日趋激烈。

深信服专注于软件和信息技术服务行业，主营业务为向企业级用户提供网络安全、云计算及 IT 基础设施、基础网络及物联网相关的产品和解决方案。公司致力于让每个用户数字化更简单，更安全，凭借二十余年的持续创新、优秀的产品和服务，现已发展成为国内具有核心竞争力和市场领先地位的企业。作为国内较早从事网络安全领域的企业，公司在我国网络安全市场具有较明显的领先优势，公司主要网络安全产品持续多年市场份额位居行业前列。根据国际数据公司 IDC

研究报告，公司 VPN 产品自 2008 年至 2022 年，连续 15 年稳居国内虚拟专用网市场占有率第一；全网行为管理产品自 2009 年至 2022 年，连续 14 年在安全内容管理类别中保持国内市场占有率第一；公司下一代防火墙自 2016 年至 2022 年连续 7 年在统一威胁管理类别中的国内市场占有率第二；应用交付产品自 2014 年至 2021 年国内市场占有率第二，2022 年升至第一。此外，公司全网行为管理、VPN、下一代防火墙、广域网优化、应用交付等 5 款网络安全核心产品连续多年入围 Gartner 国际魔力象限，其中下一代防火墙在 2021 年至 2022 年连续两年入围 Gartner “远见者”象限，全网行为管理 AC 入围 Gartner《2022 年工作负载和网络安全技术成熟度曲线报告》，核心产品的前瞻性和影响力获得国际权威机构认可。（相关资料来源可转债募集说明书）

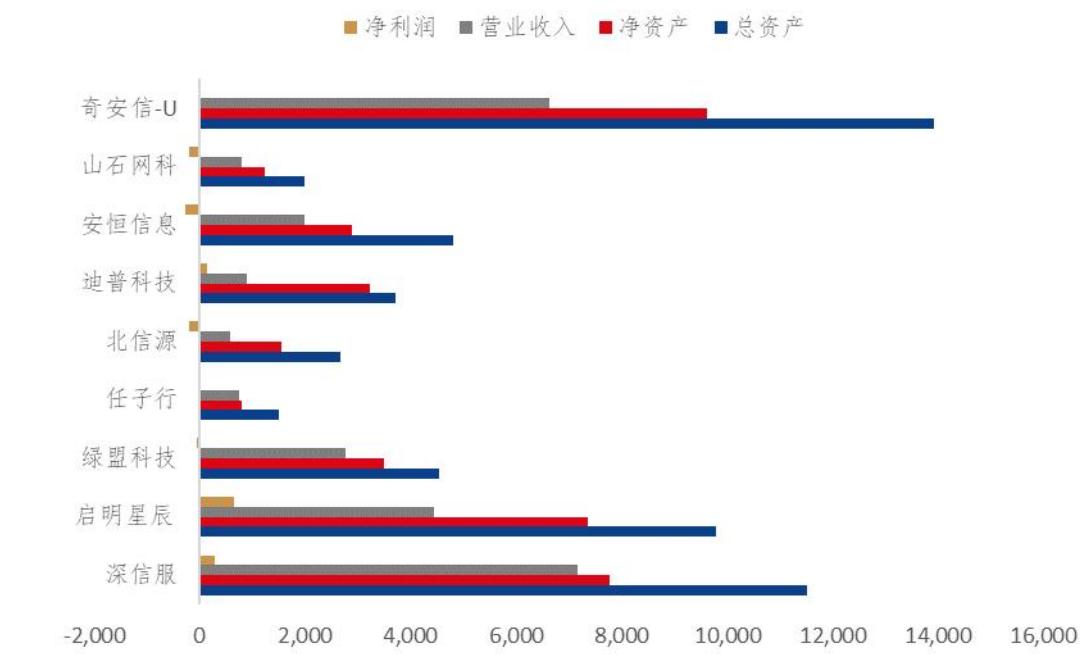
国内可比上市公司则包括启明星辰、绿盟科技、任子行、北信源、迪普科技、安恒信息、山石网科和奇安信-U。

图 1：全球网络安全行业市场规模（亿美元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2: 2023 年一季度同行业可比上市公司财务状况 (百万元)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

### (三) 财务分析

2023 年一季度, 公司实现营业收入 12.13 亿元, 同比增长 6.02%; 公司实现归母净利润-4.12 亿元, 同比下降 20.43%。公司 2021 年及 2022 年营业收入同比保持增长但净利润出现下滑, 主要系公司收入增长不及预期、营业成本增加、期间费用增长较快、全球突发不利因素等因素所致。如果公司未能及时跟踪市场需求, 未能及时应对上游供应链的波动, 持续的资源投入未能如期产生效益, 将导致公司面临经营业绩下滑的风险。

近三年, 公司流动比率和速动比率都保持下降趋势, 但处于合理水平, 低于同行业可比上市公司, 主要系公司将部分资金存为一年以上到期定期存款。最近三年, 公司的应收账款周转率较高, 主要是因为公司在销售策略上主要采取预收款的形式, 预收款金额较大、应收账款规模较小, 使得公司应收账款周转率较高。最近三年, 公司的存货周转率较高, 主要是因为公司网络安全、云计算及 IT 基础设施等主要业务以软件销售为主, 硬件仅为软件产品所需的承载工具, 不需要大批量对硬件进行备货。

近三年, 随着经营规模的增长, 公司期间费用有所增长。公司 2021 年度、2022 年度销售费用分别增长 27.91%、4.08%, 主要原因是: ①随着公司经营规模的扩大, 公司销售人员数量增加, 导致薪酬福利费有所增加; ②报告期内, 公司实施了股权激励计划, 公司的股份支付费用有所增加。公司的股份支付费用来自上市后实施的限制性股票、股票期权、股票增值权激励计划。公司 2021 年度、2022 年度管理费用分别增长 44.04%、下降 0.42%。2021 年度, 公司管理费用增长, 主要原因是, 随着公司经营规模的扩大, 管理人员增加, 导致薪酬福利费有所增加, 截至 2021 年 12 月 31 日, 公司管理人员达 500 人。公司 2021 年度、2022 年度研发费用分别增

长 38.34%、7.66%，主要原因是，随着公司经营规模的扩大，研发人员增加，导致薪酬福利费有所增加，截至 2022 年 12 月 31 日，公司研发人员达 3,572 人。此外，公司近几年实施了股权激励计划，导致公司的股份支付费用有所增加。公司的股份支付费用来自上市后实施的限制性股票、股票期权、股票增值权激励计划。财务费用方面，公司的利息支出较少，利息收入主要为定期存款产生的收入。2022 年度，公司持续实施降本增效措施，销售费用和研发费用增速有所放缓，管理费用较 2021 年度保持稳定。

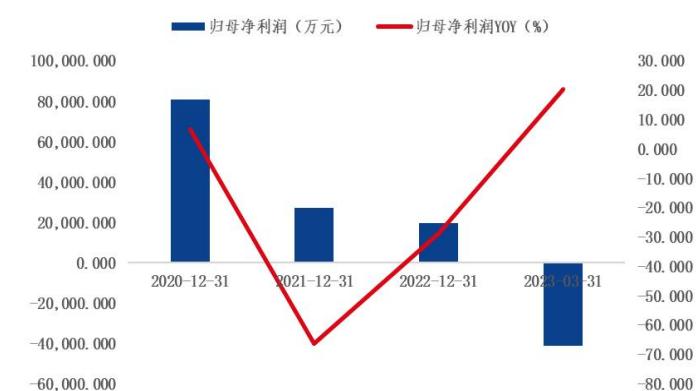
近三年，公司销售商品、提供劳务收到的现金占当期营业收入的比重分别为 119.04%、120.54%、109.66%，保持相对稳定。最近三年，公司经营活动产生的现金流量净额占当期净利润的比例分别为 162.83%、363.35%、383.98%，公司经营活动现金流较好。2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额占当期净利润的比例有所增长，主要系受公司收入增长不及预期、营业成本增加、期间费用增长较快等因素影响，2021 年公司净利润有所下降所致。2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额占当期净利润的比例与 2021 年持平。公司净利润与经营活动产生的现金流量净额的变动方向保持一致，净利润与经营活动产生的现金流量净额之间的差异主要受折旧摊销、存货、经营性应收项目、经营性应付项目的增减变动影响。

图 3：营业收入情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：归母净利润情况（万元，%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

表 3：公司主要财务指标

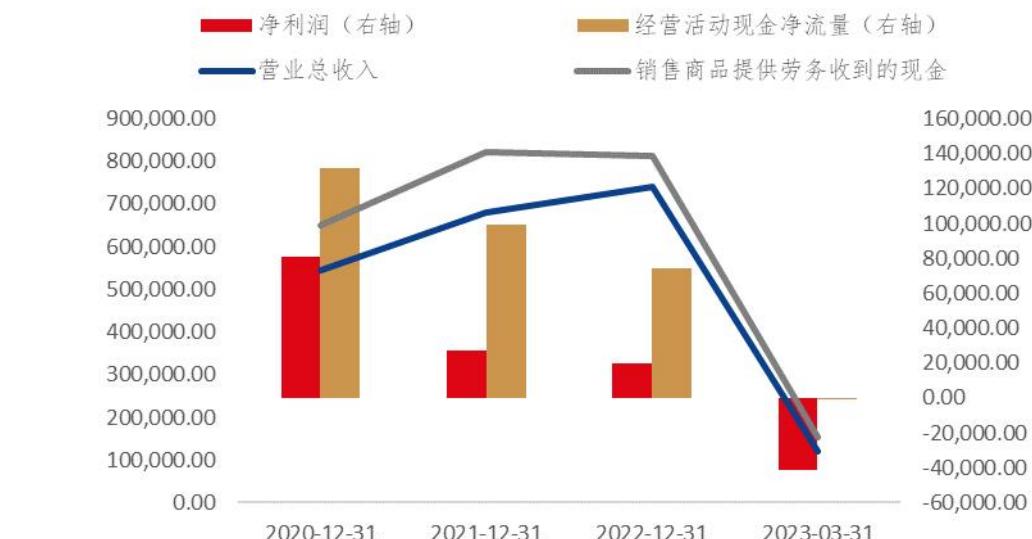
财务指标	2023 年 1-3 月	2022 年末	2021 年末	2020 年末
流动比率	1.38	1.54	1.67	1.79
速动比率	1.29	1.47	1.56	1.73
资产负债率	32.50%	36.63%	33.29%	32.57%
应收账款周转率	1.88	9.87	11.85	11.13
存货周转率	1.65	8.35	8.59	8.53

资料来源：Wind，华金证券研究所

表 4：期间费用情况（万元）

项目	2023 年 1-3 月	2022 年度	2021 年度	2020 年度
销售费用	66,874.05	241,099.37	231,655.56	181,104.76
管理费用	9,303.73	38,987.70	39,152.39	27,182.49
研发费用	57,898.92	224,777.56	208,790.12	150,924.18
财务费用	-5,451.33	-19,454.70	-20,146.12	-13,667.69
期间费用率	106.05%	65.48%	67.52%	63.31%

资料来源：Wind，华金证券研究所

**图 5: 公司经营现金流情况 (万元)**


资料来源: Wind, 华金证券研究所

#### (四) 估值表现

截至 2023 年 7 月 25 日, 公司 PE(TTM) 155.34, 低于同行业可比公司平均值 (剔除负值)。ROE -5.33%, 同时处于自身上市以来 88.13% 分位数, 估值弹性较低。上市至今公司日成交量占同行业可比上市公司成交量比重平均值处于较低水平为 2.80%。

年初至今公司股价下降 0.69%, 行业指数 (申万三级-横向通用软件) 上升 37.37%, 公司跑输行业指数。

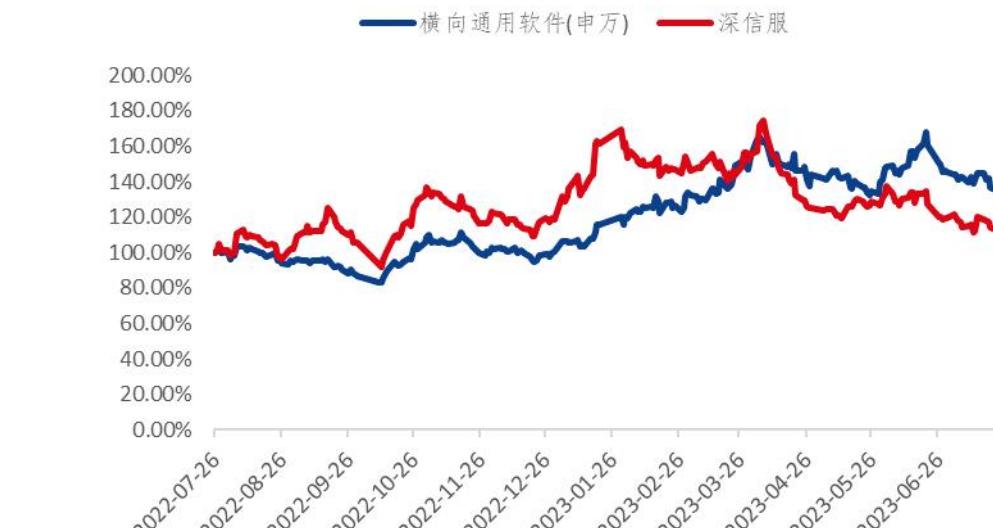
公司流通市值占总市值比例为 65.52%, 剩余限售 A 股 143,722,827.00 股。

**表 5: 同行业可比上市公司 (亿元, %)**

代码	证券简称	流通市值	总市值	PE(TTM)	近1月涨跌幅	近3月涨跌幅	近6月涨跌幅	近1年涨跌幅	ROE
300454.SZ	深信服	305.31	465.95	155.34	-7.77	-9.42	-27.22	17.89	-5.33
002439.SZ	启明星辰	212.76	277.16	42.13	-9.91	-11.79	-2.02	56.52	-0.89
300369.SZ	绿盟科技	95.17	103.18	-270.81	-8.31	-9.02	3.70	26.33	-5.09
300311.SZ	任子行	32.14	40.28	-248.04	-5.23	-18.64	-10.21	-13.71	-7.40
300352.SZ	北信源	59.55	71.77	-38.19	-5.17	-5.89	9.03	3.77	0.14
300768.SZ	迪普科技	63.86	106.30	77.59	-9.19	-10.59	14.78	19.32	1.02
688023.SH	安恒信息	127.76	128.30	-50.76	-17.26	-24.60	-16.88	21.25	-6.55
688030.SH	山石网科	36.64	36.64	-18.48	-8.87	-11.57	-8.05	-4.96	-6.86
688561.SH	奇安信-U	228.74	338.00	7,757.57	-20.17	-25.13	-36.32	-3.44	-5.51

资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6：近一年行业指数及深信服股价走势



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （五）募投项目分析

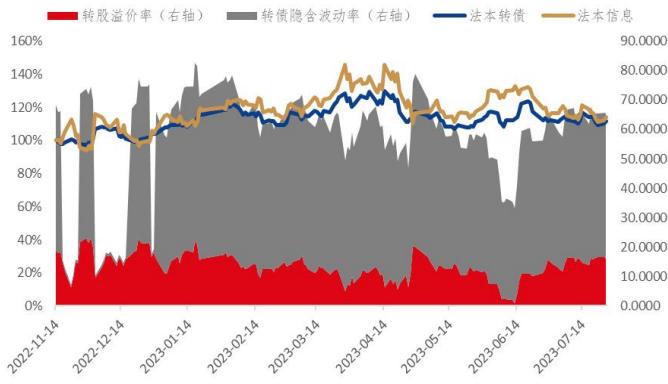
本次募集资金投资项目情况如下：

- 1、深信服长沙网络安全与云计算研发基地建设项目。项目总投资 **57,879.00** 万元，拟使用募集资金投资 **51,423.60** 万元。项目整体实施周期为 3 年，不直接产生效益，经济效益无法直接测算。项目建成后，将进一步提升公司的研发实力与运营管理能力，有利于公司长期健康发展。
- 2、软件定义 IT 基础架构项目。项目总投资 **154,578.00** 万元，拟使用募集资金投资 **70,052.00** 万元。项目整体实施周期为 3 年，项目是对公司现有产品进行的升级研发，是现有业务的延伸和拓展，升级后的产品实现的效益是公司对该产品历史累计投入的结果，无法单独核算因本次募集资金使用而产生的效益。根据公司现有竞争优势、技术积累以及行业发展趋势，预期本项目实施后，将对公司收入、利润产生积极影响。

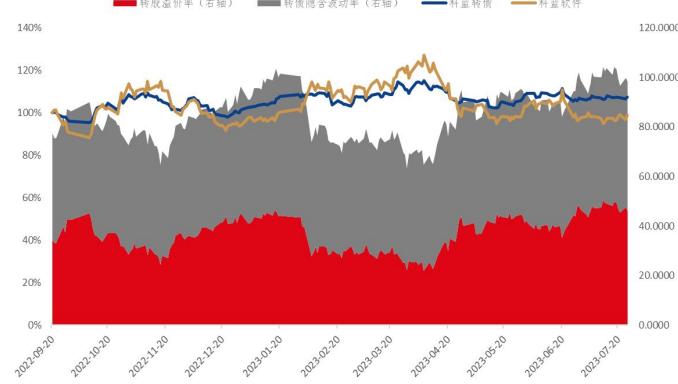
## 三、定价分析

我们采用同行业可比券和溢价率模型对上市首日价格进行预计情况如下：

（1）同行业可比券参考法本转债（2022-11-14 上市，规模 6.01 亿，期限 6 年，评级为 A+/A+，上市后首日收盘价 130 元，转股溢价率为 18.98%），科蓝转债（2022-09-20 上市，规模 4.946 亿，期限 6 年，评级为 AA-/AA-，上市后首日收盘价 116.911 元，转股溢价率为 34.45%）。

**图 7：法本转债及正股表现情况 (%)**


资料来源：Wind, 华金证券研究所

**图 8：科蓝转债及正股表现情况 (%)**


资料来源：Wind, 华金证券研究所

(2) 选取 2019 年 6 月 10 日至 2023 年 6 月 9 日的 402 只可转债进行多元回归，因变量为可转债上市首日的转股溢价率  $y$ ，自变量分别为可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数 ( $x_1$ )、转债发行前一日的中证转债成交额（亿元）( $x_2$ )、转股价格的倒数 ( $x_3$ )。模型通过 F 检验，各自变量 t 检验均显著。回归结果显示，可转债所处行业上市首日的转股溢价率的中位数 ( $x_1$ ) 在 10% 的显著性水平下显著，转债公告前一日的中证转债成交额 ( $x_2$ ) 在 1% 的显著性水平下显著，转股价格的倒数 ( $x_3$ ) 在 5% 的显著性水平下显著，表明选取变量与可转债上市首日的转股溢价率具有相关关系。我们构建出以下模型：

$$y=8.69+0.15x_1+0.03x_2-41.24x_3$$

通过模型计算出信服转债上市当日的转股溢价率为 23.00%。由于信服转债的债底保护性较好，综合考虑公司自身经营状况、可比券和模型预测结果，我们预计上市首日转股溢价率为 27% 左右，对应价格为 120.68 元~133.39 元。

## 风险提示：

- 1、募投项目效益未达预期或短期内无法盈利。
- 2、公司生产经营或资金周转出现严重不利情况面临偿债风险和流动性风险。
- 3、公司外部竞争日益激烈、净利润下滑风险。
- 4、正股股价波动风险。
- 5、定价模型可能失效，预测结果可能与实际有较大差异。

## 分析师声明

罗云峰声明，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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn