

年报及 1 季报总结：2019 年增长小幅加速，Q1 下滑不改多数主线乐观预期

我们以中信计算机行业划分为基础，剔除 B 股、ST 以及部分业务弱相关的个股，选取了其中 171 家上市公司作为统计对象，我们分析了 2019 年年报及 2020 年一季报经营情况，并对板块整体估值做详细分析。

核心观点

- **总体营收稳定增长，净利润及调整后的扣非净利润亦保持快速增长。**2019 年，样本总营收规模达到 7028 亿，增长 16.5%，保持稳定增长；总体归母净利润达到 469.4 亿，增长 40.3%，这主要是去年商誉计提带来基数较低；我们认为调整后的扣非净利润（扣非净利润加商誉减值）更加准确反映经营性利润，总体规模达 358.5 亿，增长 17.2%，与收入增速基本一致。报告期间，期间费用率基本持平，毛利率及净利率有所上升，ROE 中值为 9.7%，较去年略有提升。各板块中，智能网联汽车、基础软件、人工智能等子行业营收增速领先。
- **板块研发支出持续增加，产品型公司是中坚力量。**从行业中企业个体的研发支出看，从 2014-2019 年，研发支出在 1 亿以下的公司占比迅速减少，其中研发支出在 5000 万以下的公司占比从 2014 年的 52.3% 下降到 19 年的 16.7%。而研发支出在 1 亿以上的公司占比逐步提升，其中研发支出在 5 亿以上的公司占比从 14 年的 4.7% 上升到 16.7%。19 年研发支出占营收比重较大的前十家公司包括四维图新、恒生电子、金山办公等，16-19 年研发投入的复合增速排名前十的公司包括石基信息、深信服、安恒信息、科大讯飞、中科曙光等。
- **受疫情影响，板块 20Q1 营收及业绩下滑明显。**受到新冠疫情的暂时性影响，20Q1 板块共实现营收 1114.6 亿元，同比下滑 20.0%，共计实现净利润 6.41 亿元，较去年同比下降 90.2%；扣非净利润-2.76 亿元，较去年同比下降 107%。从子板块的营收增速上来看，医疗信息化、智能网联汽车、金融科技以及地理信息系统等 4 个子行业受疫情影响最小，营收增速基本与去年同期持平。网络安全、信创-基础软件、政务信息化等行业增速下滑 20% 以上，但我们预计随着全面复工复产，下游需求有望回暖，营收增速有望逐步转正。
- **重点关注确定性成长及估值合理的主线机会。**截止 4 月 29 日计算机板块市盈率（TTM）为 148 倍，与 A 股市场其他行业的横向比较下，计算机行业市盈率处于较高位置。2011 年至今的行业平均市盈率为 66、中位数为 57；在此背景下，我们认为未来行业仍然呈现个股分化的趋势，重点关注确定性成长及估值合理的主线机会。

投资建议与投资标的

- 云计算与基础设施、智能网联、医疗信息化、信创、网络安全等子板块具备较强的产业确定性以及业绩成长性，值得投资者重点关注。
- 建议关注： 中科曙光(603019, 未评级)、卫宁健康(300253, 未评级)、 石基信息(002153, 未评级)、国联股份(603613, 买入)、航天宏图(688066, 未评级)、安恒信息(688023, 未评级)、深信服(300454, 增持)、金山办公(688111, 未评级)、科大讯飞(002230, 未评级)、中科创达(300496, 未评级)、神州信息(000555, 未评级)、美亚柏科(300188, 未评级)。

风险提示

- 市场风险偏好降低的风险、下游需求恢复不及预期的风险

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

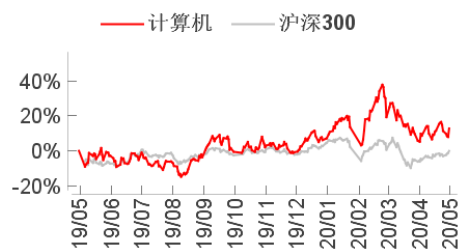
行业

计算机行业

报告发布日期

2020 年 05 月 05 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

浦俊懿

021-63325888*6106

pujunyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050004

证券分析师

游渭洋

010-66210783

youjuanyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515080001

联系人

陈超

021-63325888-3144

chenchao3@orientsec.com.cn

联系人

徐宝龙

021-63325888-7900

xubaolong@orientsec.com.cn

目 录

一、计算机板块 2019 年报概览：板块增长出现加速，盈利质量有所提升	4
1.1、19 年板块总体盈利指标：营收增长 16.5%、调整后扣非净利润增长 17.2%	4
1.2、盈利质量分析：毛利率有所上升，仍需关注应收账款及商誉减值风险	5
1.3、板块研发支出持续增加，产品型公司是中坚力量	7
1.4、子板块趋势综述：智能网联、信创-基础软件、人工智能等主线增长较快	8
二、2020 年一季报概览：受疫情影响，营收及净利润出现明显下滑	9
2.1、2020 年一季度：营收及净利润下滑明显	9
2.2、子板块趋势综述：医疗信息化、智能网联等子版块受疫情影响较小	10
三、板块估值分析：估值仍然较高	11
风险提示	12

图表目录

图 1：2019 年计算机板块总营收及增速（亿元，%）	4
图 2：2019 年计算机板块归母净利润及增速（亿元，%）	4
图 3：2019 年营业收入增速分布	5
图 4：2019 年调整后的扣非净利润增速分布	5
图 5：2014-2019 年研发支出区间占比情况统计	7
图 6：2019 年板块中研发投入营收比重 Top10	8
图 7：2016-2019 年板块研发投入复合增速 Top10	8
图 8：2019 年行业内子板块营收和增速情况（亿元，%）	9
图 9：2018-2020 年行业 Q1 收入及增速（亿元，%）	10
图 10：2020Q1 营收增速分布情况	10
图 11：2020Q1 净利润增速分布	10
图 12：2020Q1 行业内子板块营收和增速情况（亿元，%）	11
图 13：各版块 TTM 估值（截止 2020 年 4 月 29 日）	12
图 14：计算机板块历史估值水平比较	12
表 1：毛利率、净利率、费用率变动情况（2018-2019 年）	6
表 2：预收、应收、商誉等经营指标情况（2018-2019 年）	6
表 3：板块经营性现金流情况（2018-2019 年）	7

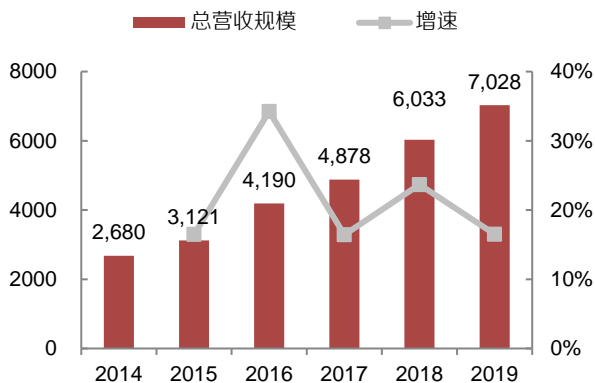
一、计算机板块 2019 年报概览：板块增长出现加速，盈利质量有所提升

1.1、19 年板块总体盈利指标：营收增长 16.5%、调整后扣非净利润增长 17.2%

我们以中信计算机行业划分为基础，剔除 B 股、ST 以及部分业务弱相关的个股，选取了其中 171 家上市公司作为统计对象，以营业收入、归母净利润、调整后的扣非净利润（加回计提的商誉减值后的扣非净利润）为企业总体盈利指标做分析，突出三大指标的总体增速表现、增速的中位数以及增速的分布情况：

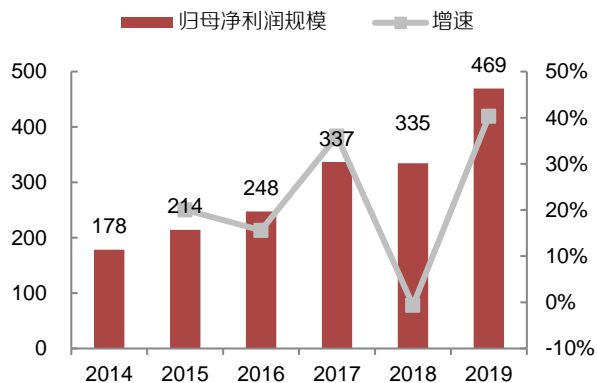
总体营收稳定增长，净利润及调整后的扣非净利润亦保持快速增长。2019 年，样本总营收规模达到 7028 亿，同比增长 16.5%，保持稳定增长趋势。同时样本总体归母净利润规模达到 469.4 亿，同比增长 40.3%，主要是 2018 年商誉计提较多而使得基数较低，我们认为调整后的扣非净利润规模（表观扣非净利润加上计提的商誉减值金额）更能代表板块公司扣非利润，该数值达到 358.5 亿，同比增长 17.2%。

图 1：2019 年计算机板块总营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：2019 年计算机板块归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

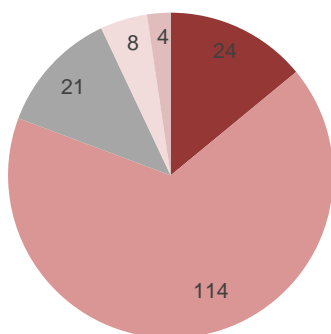
各项关键指标的中位数显示板块增长有所加速。2019 年计算机板块的营收增速中位数为 18.2%，相较于 2018 年营收增速中位数 17.0%，提升了 1.2 个百分点；2019 年净利润增速中位数为 20.0%，相较于 2018 年净利润增速中位数 18.9%，提升了 1.1 个百分点；同时 19 年调整后的扣非净利润增速中位数为 21.1%，相较于 2018 年调整后的扣非净利润增速中位数 15.7%，提升了 5.4 个百分点。

营收增速分布优于调整后的扣非净利润增速分布。由于计算机板块有较多个股业务变化及业绩波动性较大，我们统计了计算机板块公司的营业收入及调整后的扣非净利润增速区间分布情况：营收方面，增速在“0%~30%”区间的个股数量最多，为 114 支；其次是增速为“<0”及“30%~50%”

的两个区间，个股数分别为 24 和 21 支。调整后的扣非净利润方面，增速在“0%~30%”区间的个股数量最多，为 56 支；其次是增速“<0”的区间，个股数为 45 支。

图 3：2019 年营业收入增速分布

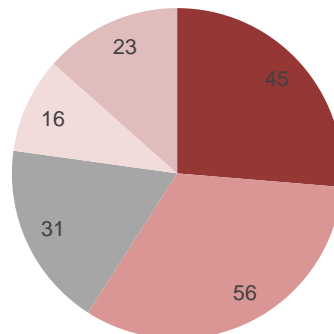
■ <0 ■ 0-30% ■ 30%-50% ■ 50-100% ■ >100%



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2019 年调整后的扣非净利润增速分布

■ <0 ■ 0-30% ■ 30%-50% ■ 50-100% ■ >100%



资料来源：Wind，东方证券研究所

1.2、盈利质量分析：毛利率有所上升，仍需关注应收账款及商誉减值风险

公司营收、净利润以及调整后的扣非净利润增速均保持较快增长，主要原因是板块内上市公司经营质量有所上升。我们从毛利率、费用率、净利率以及市场关心的企业经营指标（预收账款、应收账款周转率、商誉等）对计算机板块企业的盈利质量做分析：

板块期间费用率基本持平，毛利率略有上升，软件增值税退税比例减小等原因导致调整后的扣非净利润增速下降。2019 年计算机板块平均毛利率为 45.6%，较 2018 年同期相比上升了 0.1%，中位数则从 42.7%上升到 45.1%；从期间费用率来看，2019 年平均销售费用率为 11.6%，与上年持平，平均管理费用率则从 10.0%下降到 9.2%，中位数从 9.1%下降至 8.3%，平均研发费用率从 12.0%上升到 12.4%，中位数从 10.4%上升到 10.6%，板块财务费用影响较小。整体来看，期间费用率基本持平。另外，由于 2018 年 5 月以及 2019 年 4 月增值税率下调，导致软件增值税退税比例相应减少，从而导致 2019 年板块调整后的扣非净利润均出现下滑。

表 1：毛利率、净利率、费用率变动情况（2018-2019 年）

	毛利率	净利率	调整扣非净利率	销售费用率	管理费用率	研发费用率
均值						
2018	45.5%	11.3%	10.4%	11.6%	10.0%	12.0%
2019	45.6%	13.4%	10.2%	11.6%	9.2%	12.4%
变动幅度	0.1%	2.1%	-0.2%	0	-0.8%	0.4%
中位数						
2018	42.7%	11.1%	8.8%	8.1%	9.1%	10.4%
2019	45.1%	10.8%	8.1%	8.2%	8.3%	10.6%
变动幅度	2.4%	-0.3%	-0.7%	0.1%	-0.8%	0.2%

资料来源：Wind，东方证券研究所

公司预收、应收账款周转率等经营指标保持平稳，板块整体商誉有所减少但仍需关注。从平均值情况看，预收账款收入占比保持平稳，基本稳定在 11.5% 水平；2019 年应收账款周转率为 6.62，较 2018 年略有下降，仍需注意应收账款对公司未来现金流、坏账计提产生的影响。由于计算机板块并购频率放缓以及少数公司进一步计提商誉，2019 年整体商誉达到 791.9 亿，较 2018 年的 834.6 亿有所下降。报告期内润和软件、顺利办等标的出现了较为明显的商誉减值，后续仍需关注相关个股的商誉减值风险。另外在 ROE 方面，我们以板块中值为参考，其由 2018 年的 9.6% 上升为 2019 年的 9.7%。

表 2：预收、应收、商誉等经营指标情况（2018-2019 年）

	预收账款	应收账款周转率	存货周转率	整体商誉	ROE 中值
2018	11.5%	6.92	22.52	834.6	9.6%
2019	11.5%	6.62	20.12	791.9	9.7%
变动情况	持平	保持平稳	较为平稳	略有下降	略有上升

资料来源：Wind，东方证券研究所

从板块经营性现金流情况看，2019 年销售商品、提供劳务收到的现金随营收增长保持稳定增长，其与收入的比值保持稳定。同时，上市公司平均经营性现金流净额大幅好转，由 2018 年的 2.19 亿上升到 3.22 亿，其与调整后的净利润（扣回商誉减值）的比值则由 2018 年的 0.63 上升到 0.84，表明板块公司现金流有所好转，报表质量有所上升。

表 3：板块经营性现金流情况（2018-2019 年）

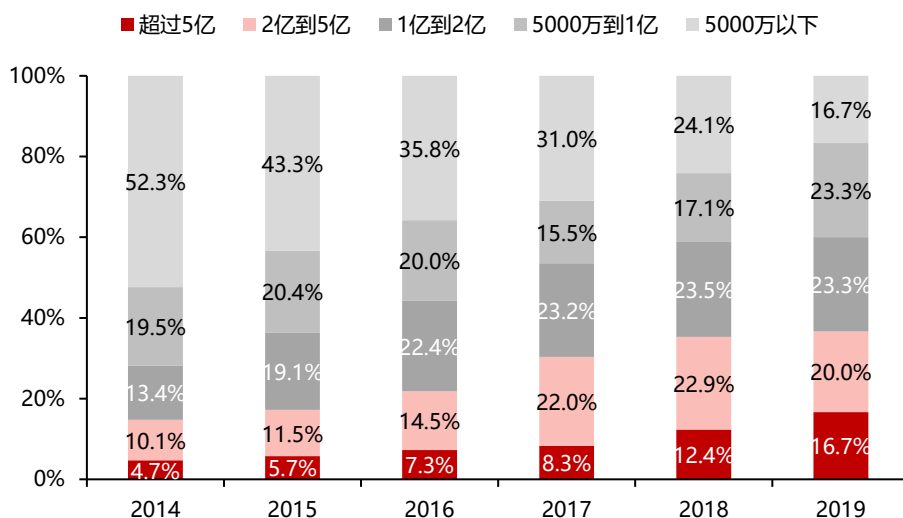
	销售商品、提供劳务收到的现金	比值 1 (前者/收入)	经营性现金流 净额	比值 2 (前者/加回 商誉减值的净利润)
均值				
2018	38.49	1.02	2.19	0.63
2019	44.43	1.02	3.22	0.84
变动情况	平稳上升	保持平稳	平稳上升	略有上升
中位数				
2018	9.23	1.03	0.72	0.64
2019	11.42	1.02	0.96	0.88
变动情况	平稳上升	保持平稳	平稳上升	略有上升

资料来源：Wind，东方证券研究所

1.3、板块研发支出持续增加，产品型公司是中坚力量

板块研发支出绝对值不断增加。从行业中企业个体的研发支出看，我们将研发支出分成超过 5 亿、2-5 亿、1-2 亿、5000 万-1 亿、5000 万以下五个区间，从 2014-2019 年，研发支出在 5000 万以下以及 5000 万-1 亿的公司占比快速减少，其中研发支出在 5000 万以下的公司占比从 2014 年的 52.3% 下降到 2019 年的 16.7%。而研发支出在 1 亿以上的公司占比逐步提升，其中研发支出在 5 亿以上的公司占比从 14 年的 4.7% 上升到 16.7%。

图 5：2014-2019 年研发支出区间占比情况统计

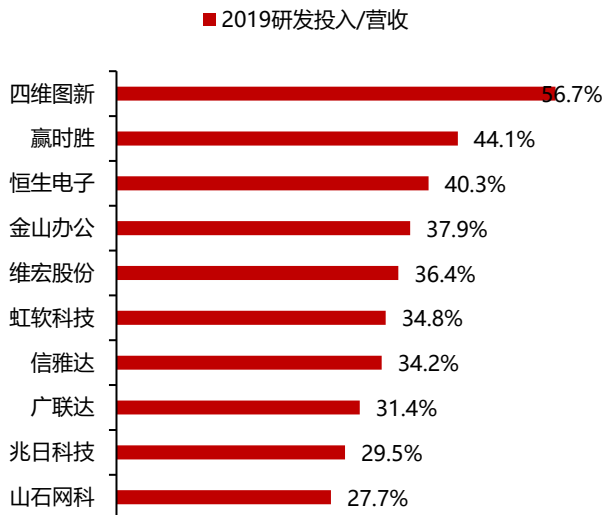


数据来源：Wind，东方证券研究所

从板块个股研发支出的营收比重以及 2016-2019 年研发投入的复合增速看，2019 年研发支出占营收比重较大的前十家公司包括四维图新、赢时胜、恒生电子、金山办公等公司，其中四维图新研发

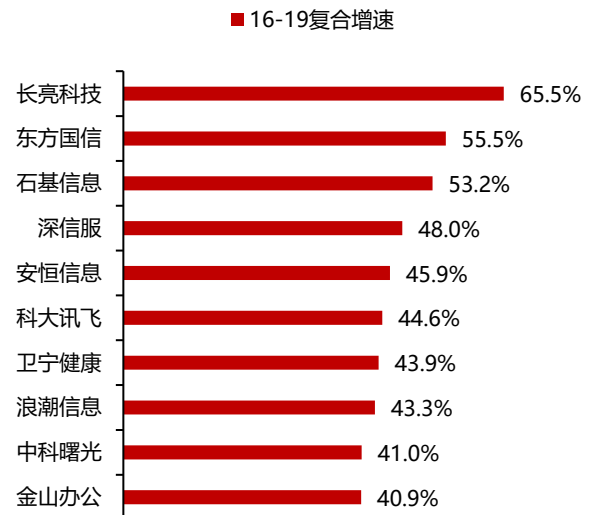
投入的营收比重达到 56.7%。2016-2019 年研发投入的复合增速排名前十的公司包括长亮科技、石基信息、深信服、安恒信息、科大讯飞、中科曙光等。

图 6：2019 年板块中研发投入营收比重 Top10



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 7：2016-2019 年板块研发投入复合增速 Top10

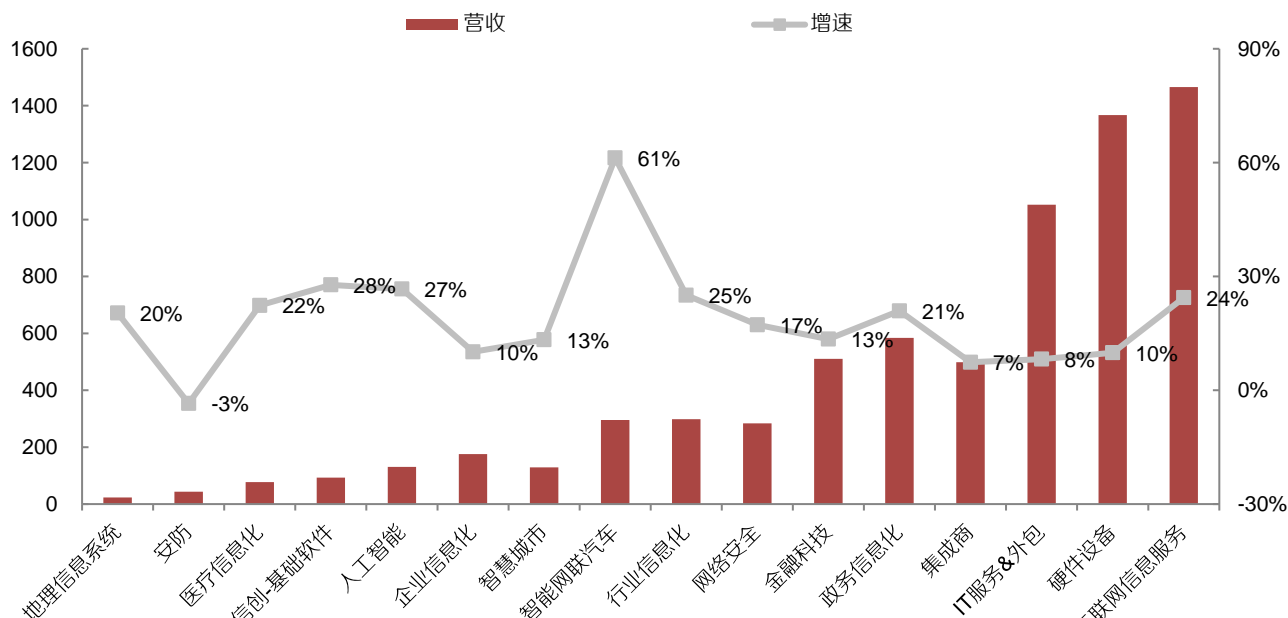


资料来源：Wind，东方证券研究所

1.4、子板块趋势综述：智能网联、信创-基础软件、人工智能等主线增长较快

我们将 171 家上市公司根据其主体业务进行子版块划分，其中包括政务信息化、医疗信息化、网络安全、智能网联汽车、人工智能等子版块。从子板块的营收增速上来看，4 个子行业实现营收增速 25%以上：智能网联汽车（61.2%）、信创-基础软件（27.8%）、人工智能（26.7%）、行业信息化（不包含医疗、政务等重点行业）（25.1%）。另外，医疗信息化、网络安全、政务信息化等优质主题性板块也实现了较快的增长。营收增速方面来看：智能网联汽车>信创-基础软件>人工智能>行业信息化 >互联网信息服务>医疗信息化>政务信息化>地理信息系统>网络安全>金融科技>智慧城市>企业信息化>硬件设备>IT 服务>外包>集成商>安防。

图 8：2019 年行业内子板块营收和增速情况（亿元，%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

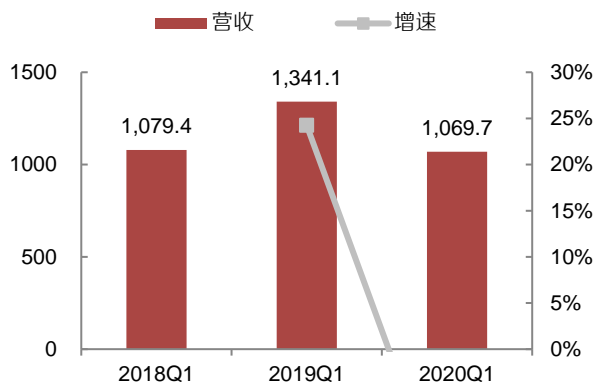
二、2020 年一季报概览：受疫情影响，营收及净利润出现明显下滑

2020 年受到新冠疫情影响，板块内公司各项经营指标受到较大影响，季节性特征将更为明显。所以在一季报概览中，我们针对营收增长情况做较为详细的分析；同时由于 19 年部分新上市公司缺乏 19Q1 扣非净利润数据，我们仅统计上市公司一季度净利润增速分布情况。

2.1、2020 年一季度：营收及净利润下滑明显

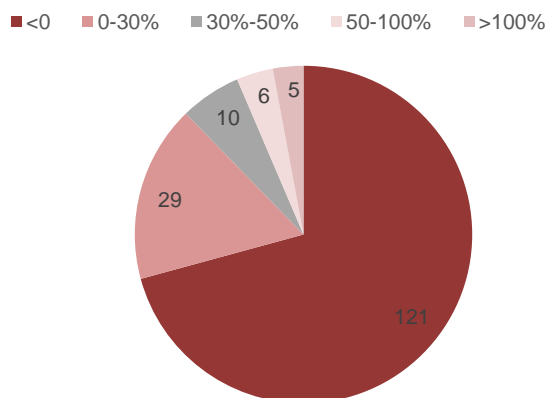
在我们统计的 171 家计算机行业上市公司中，2020 年一季度共实现营收 1069.7 亿元，同比下滑 20.2%，这主要是受到新冠疫情的暂时性影响。从增速分布上来看，整体增速中位数-14.2%，其中营收出现下滑(即收入增速“<0”)的公司达到 121 家，占比达到 70.8%，收入增速位于“0-30%”的公司 29 家，占比为 17.0%，总体来看，实现收入正增长的公司占比仅为 29.2%。

图 9：2018-2020 年行业 Q1 收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

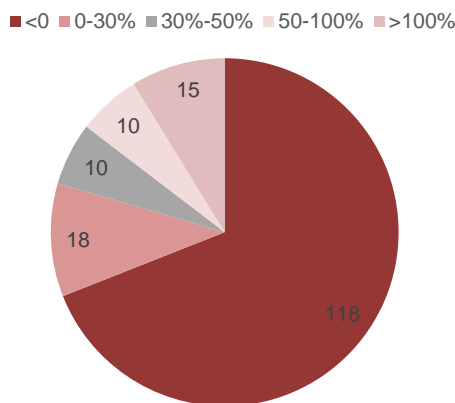
图 10：2020Q1 营收增速分布情况



资料来源：Wind，东方证券研究所

从净利润情况看，2020 年一季度板块共计实现净利润 10.85 亿元，较去年同比下降 82.5%；扣非净利润 3.13 亿元，较去年同比下降 92.1%。在中位数方面，2020Q1 净利润中位数 173 万元、去年同期为 880 万元；扣非净利润中位数为 46 万元，去年同期为 511 万元。从净利润增速分布情况看，增速处于“<0”区间的公司达到 118 家，占比为 69.0%，这一方面在于新冠疫情的影响，另一方面主要是由于一季度计算机公司普遍净利润规模占全年比重较小。

图 11：2020Q1 净利润增速分布



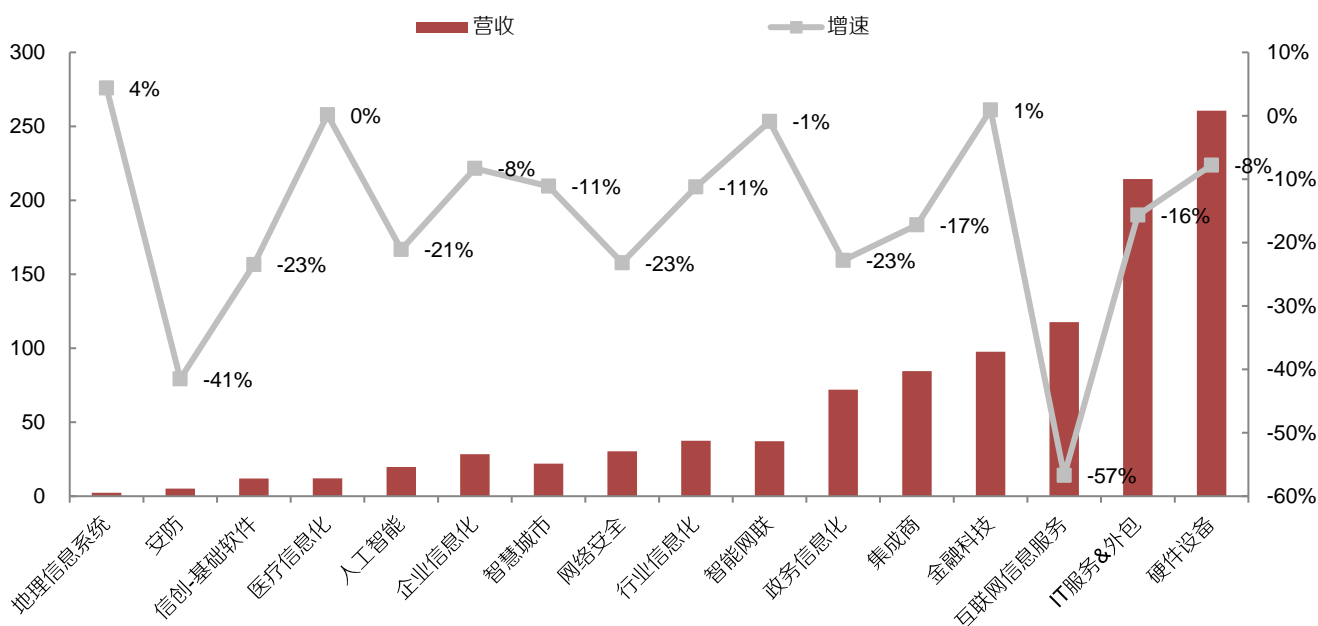
数据来源：Wind，东方证券研究所

2.2、子板块趋势综述：医疗信息化、智能网联等子版块受疫情影响较小

从子板块的营收增速上来看，医疗信息化、智能网联汽车、金融科技以及地理信息系统等 4 个子行业受疫情影响最小，营收增速基本与去年同期持平，而网络安全、信创-基础软件、政务信息化等行业增速下滑 20%以上。我们认为，面向政府、重点行业（如医疗、电信、金融、能源）与大型企

业的信息化需求，由于支付能力较强、预算在制定完后一般都会较好执行，我们认为相关需求将随着全面复工复产而得到较好恢复，全年预期将维持稳定，此外，云计算与数据中心、智能网联汽车、工业互联网等新基建行业也将得到政策的大力支持，相关行业的发展前景也将较为乐观。

图 12：2020Q1 行业内子板块营收和增速情况（亿元，%）

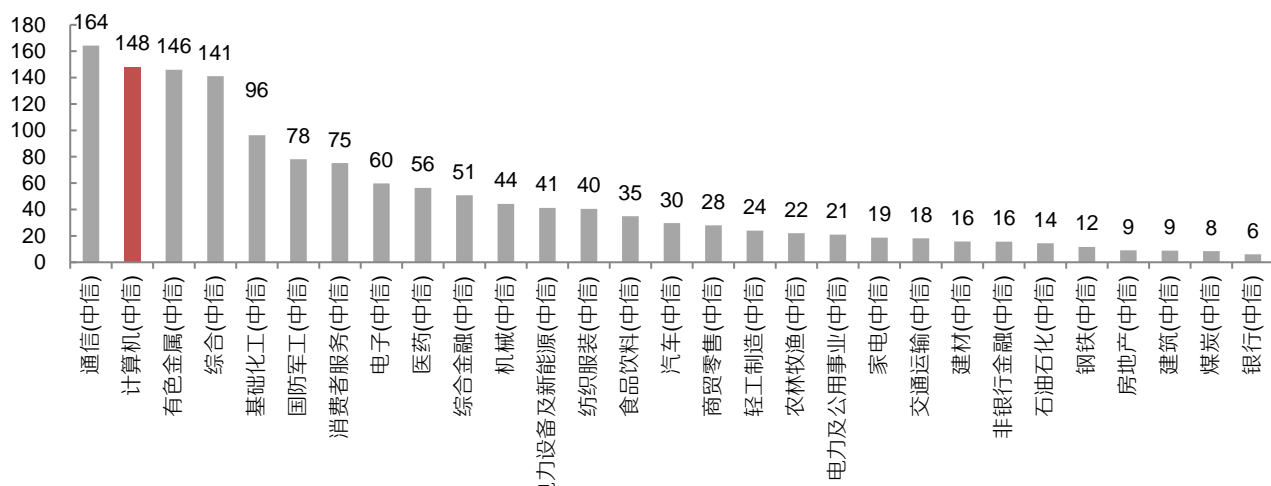


数据来源：Wind，东方证券研究所

三、板块估值分析：估值仍然较高

截止 2020 年 4 月 29 日，计算机板块市盈率（TTM）为 148 倍，与 A 股市场其他行业的横向比较下，计算机市盈率处于较高位置，但这一定程度上也受 2020Q1 计算机板块业绩显著下滑甚至亏损的影响，随着 Q2 业务的逐步恢复与业绩逐步好转，板块市盈率将有较为明显的下降。

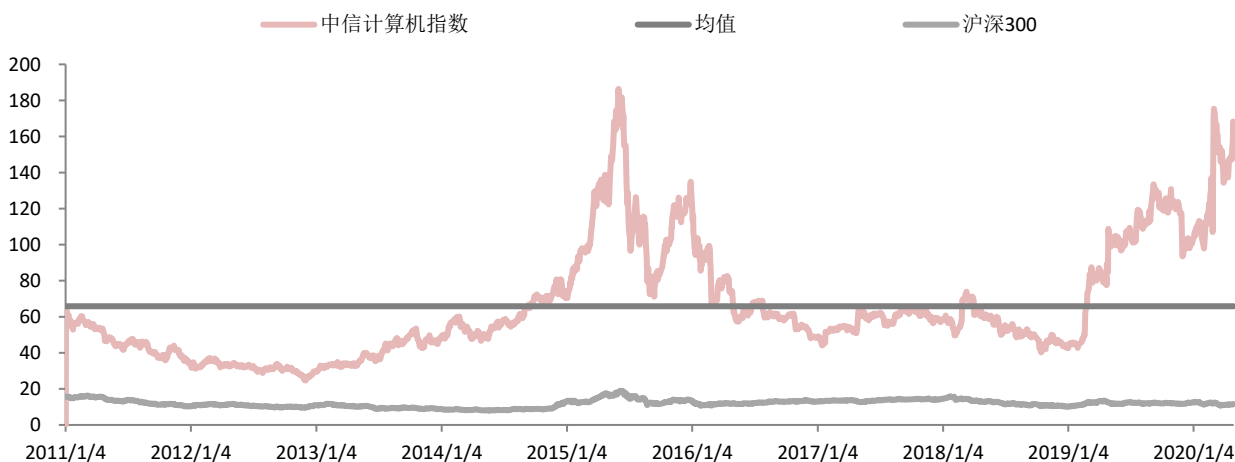
图 13：各版块 TTM 估值（截止 2020 年 4 月 29 日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

个股分化背景下，继续关注确定性成长及估值较为合理的主线机会。在与计算机板块历史市盈率情况的纵向比较下：当前估值亦处于历史较高水平。2011 年至今的行业平均市盈率为 66、中位数为 57；我们认为未来行业仍然呈现个股分化的趋势，重点关注确定性增长及估值合理的主线机会，如云计算与基础设施、信创、医疗 IT、智能网联、网络安全等领域。

图 14：计算机板块历史估值水平比较



数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

市场风险偏好降低的风险。当前国内计算机行业正处于快速变革阶段，新技术、新产品和新商业模式层出不穷，而市场出于对其未来发展前景的乐观，相关个股的估值溢价较高，如果未来市场风险偏好受宏观经济、财政/货币政策等因素影响而显著下降，可能导致行业整体估值下行。

下游需求恢复不及预期的风险。由于疫情带来短期需求下滑或延期，造成 20Q1 板块整体营收及利润出现下滑，若下游需求恢复进度不及预期，有可能影响相关公司全年的发展预期

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有石基信息(002153)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

