

“网市”值多少？

——新经济行业比较体系之估值篇

证券分析师

王 胜 A0230511060001

林丽梅 A0230513090001

2015.3.25



主要结论



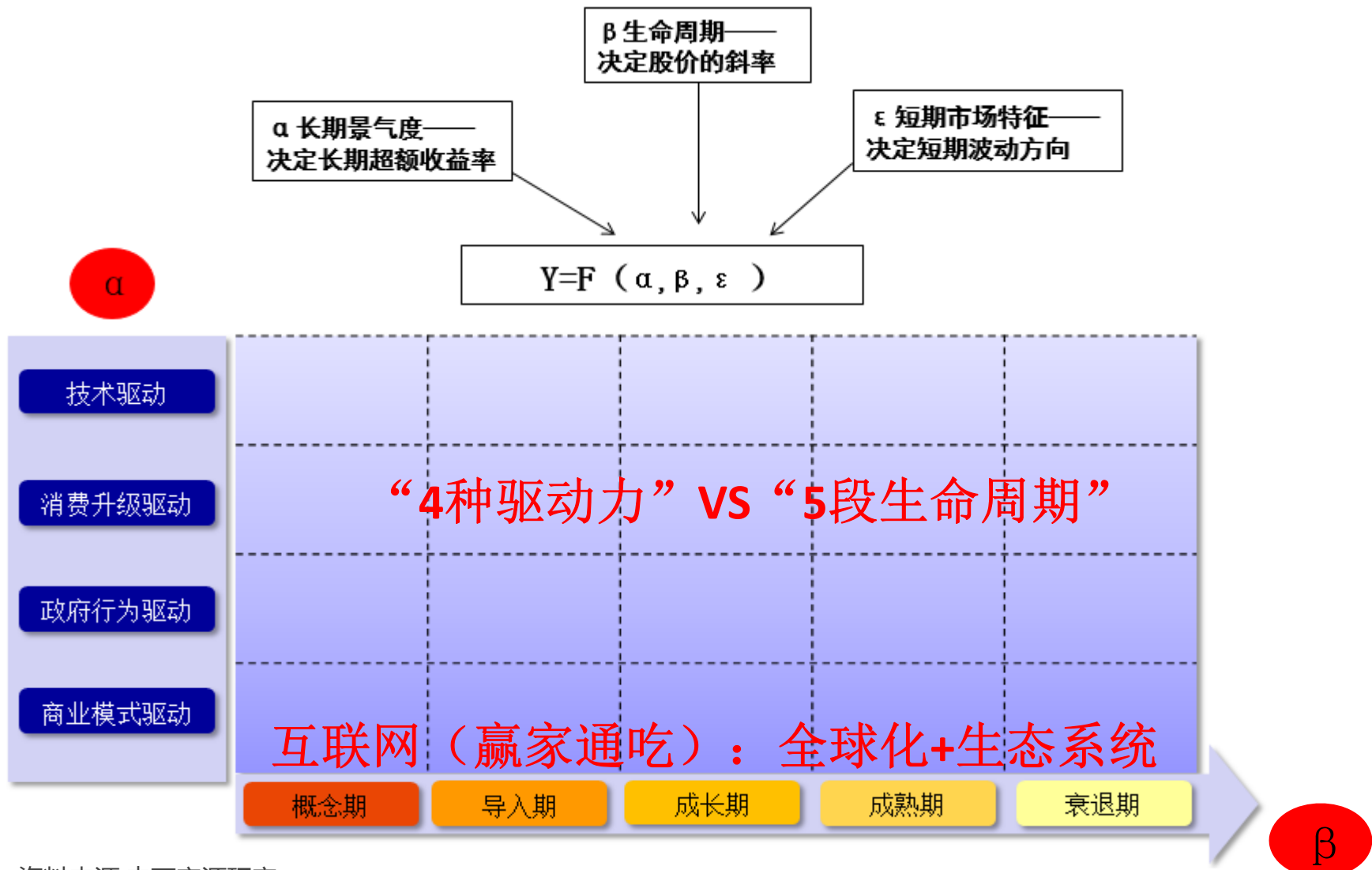
- **2014年春季市场在传统和新兴行业间困惑之时，我们开发了新经济行业比较体系（“4种驱动力”VS“5段生命周期”），实际应用效果非常显著：**14Q2平均收益率7.2%，而创业板指数上涨5.8%（最为突出是在线教育和国防军工）；14Q3-至今平均收益率70%，期间创业板指数上涨55%（最为突出是移动支付、网络安全、移动医疗、核电和汽车后市场）。
- **如今举国上下“互联网+”，市场困惑如何估值之时，我们延续着新经济行业比较体系，揭晓申万宏源“互联网+”估值体系：**1) 多层次资本市场，允许对各个生命周期阶段的企业进行证券化定价，因此此前只是针对成熟期行业的传统估值方法失效，目前互联网子领域大部分尚且处在概念期和导入期。2) 企业也是“趋利性”，但是“魔鬼五要素”决定了传统估值方法的失效（市场空间、客户流、货币化流、企业团队和数据流），估值重点在于不同的生命周期阶段里寻找现金流的替代性指标。
- **概念期战术博弈：傻瓜警戒线（VM指数=本轮投前估值/前轮投后估值/两轮之间间隔月数，小于0.5）。导入期核心是评估客户价值：**市场空间（海外映射+人均消费比）和客户流（APRU值与客户数不是线性关系（网络效应），企业价值与客户之间互动也有关系。我们提出了客户“估值五要素”估值法（创业团队价值、初始投资成本、客户数量、客户网络效应、客户互动因子），客户价值 $V=f(M,C,R)=T*M*C^2/R^2$ ，T为创业团队价值因子，M为单体投入的初始资本，C为客户数量，固定成本M和C为指数关系，R为客户间的通信速度、界面、内容、互动的因子系数。**成长期：**还未达到盈亏平衡点，采用P/S估值法，互联网公司PS的区间范围大部分散布在【2倍，5倍】之间，特别是电商公司。越过盈亏平衡点，采用P/E/G估值法，美国、中国互联网公司的PEG中值大约是2倍和1.5倍。成熟期：采用传统PE、PB估值法。
- **90年代纳斯达克互联网行情爆炸式繁荣：**1) 国内经济进入了二战后最长的经济扩张周期，低通胀+高增长+高就业；2) 美国推崇“新经济”、摒弃“旧经济”，国家战略重视鼓励高科技产业发展；3) 持续宽松货币政策对冲海外疲软经济；4) 资金抱团效应+“存款搬家”的现象，风险偏好提升显著。网络泡沫破灭的诱因：美元加息、微软反垄断、季报科技股低于预期、安然世通财务丑闻、海外经济复苏资金回流新兴市场。
- **当前A股互联网行情思考，新经济不是泡沫，互联网革命继续推进中：**“互联网+”的国家战略、结构转型对冲经济下行压力、利率市场化进程中资金价格下行、英雄时代的大类资产配置，市场风险偏好成长股。

主要内容

1. 新经济行业比较体系之互联网应用
2. 互联网估值方法探析
3. 1995-2000年网络股启示录

1.1 还记得去年的今天吗？

- 14年春季市场在传统和新兴行业间困惑之时，我们开发了行业比较体系



资料来源:申万宏源研究

1.1 新经济行业比较实际应用效果非常显著



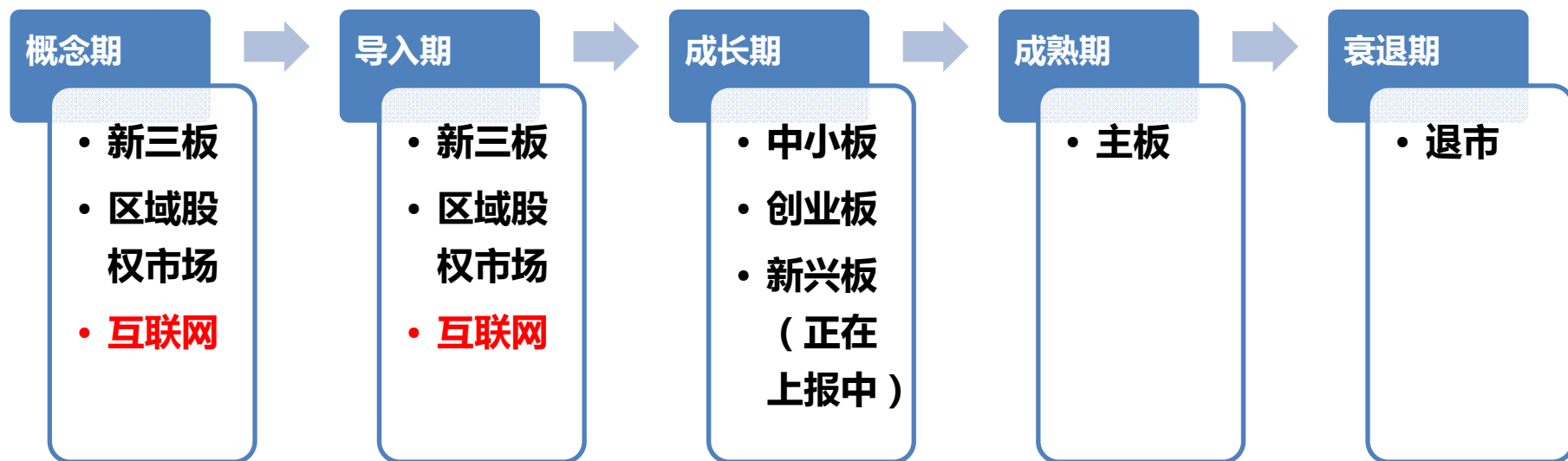
- 14Q2收益率7.2%，期间创业板指数上涨5.8%，最突出是在线教育和国防军工
- 14Q3-至今收益率70%，期间创业板指数上涨55%，最突出是移动支付、网络安全、移动医疗、核电和汽车后市场

14Q2新经济行业配置				14Q3-至今新经济行业配置			
驱动类型	生命周期	子行业	涨跌幅	驱动类型	生命周期	子行业	涨跌幅
消费升级	成长期	公路养护设备	-2.9	技术升级	概念期	量子通讯	67.3
	成长期	调味品	0.4		概念期	3D打印	66.9
	导入期	电子烟	-5.6		概念期	机器人	71.7
	成长期	冷链	2.9		成长期	新能源汽车	59.4
	成长期	智能仪器仪表	13.7		成长期	充电桩	56.4
	成长期	通信设备	18.6		商业模式	导入期	移动医疗
	成熟期	肉制品	8.4	导入期		在线教育	77.0
政策	成长期	核电	3.5	政府行为	导入期	国防军工	79.2
	成长期	节能设备	1.4		导入期	移动支付	105.3
	成长期	风电	0.7		导入期	网络安全	95.6
	成长期	尾气净化	0.4		导入期	卫星导航	72.2
	成熟期	配电	9.8		导入期	半导体&集成电路	42.2
	成熟期	固废处理	9.8		成长期	风电	72.8
	概念期	互联网彩票	12.0		成长期	核电	87.5
	导入期	国防军工	17.2		成长期	配电	68.3
	导入期	土壤修复	8.4		成长期	油气设备	20.5
	导入期	电视游戏	-12.0		消费升级	导入期	汽车后市场
技术升级	成长期	LED	10.7	资料来源:申万宏源研究			
	概念期	智能家居	13.8				
商业模式	导入期	在线教育	32.4				

1.2 多层次资本市场下，重塑资产定价方法

- 三中全会《决定》提出“健全多层资本市场体系”、“多渠道推动股权融资”。
 - 14年6月新三板做市商制度出台，市场预期后续可能的变革：降低投资门槛、转板、竞价交易等
 - 上交所：新兴板有关方案已上报证监会
- 多层次资本市场，允许对各个生命周期阶段的企业进行证券化定价，因此此前只是针对成熟期行业的传统估值方法失效。

图：各个层次的资本市场上，大部分子领域所处的生命周期阶段

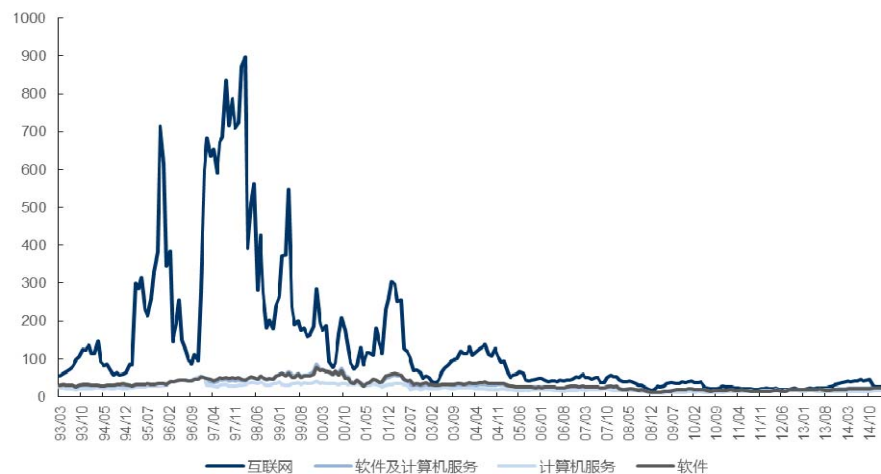


资料来源：申万宏源研究

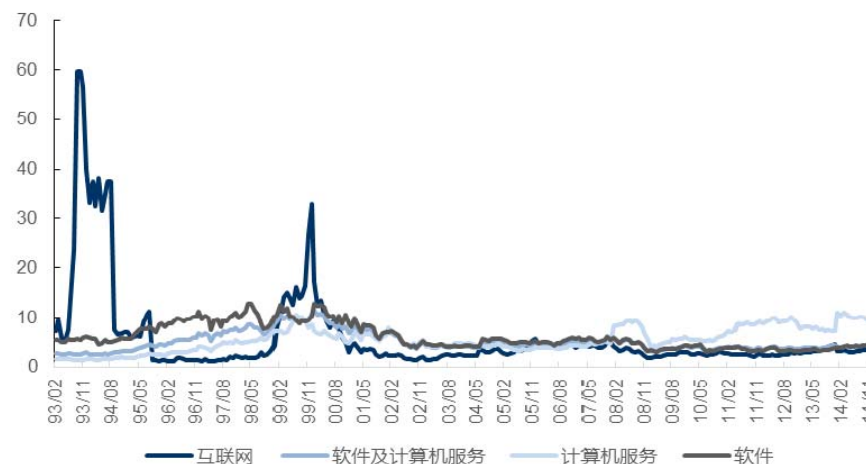
1.2.1 当前，传统估值方法在互联网上“水土不服”



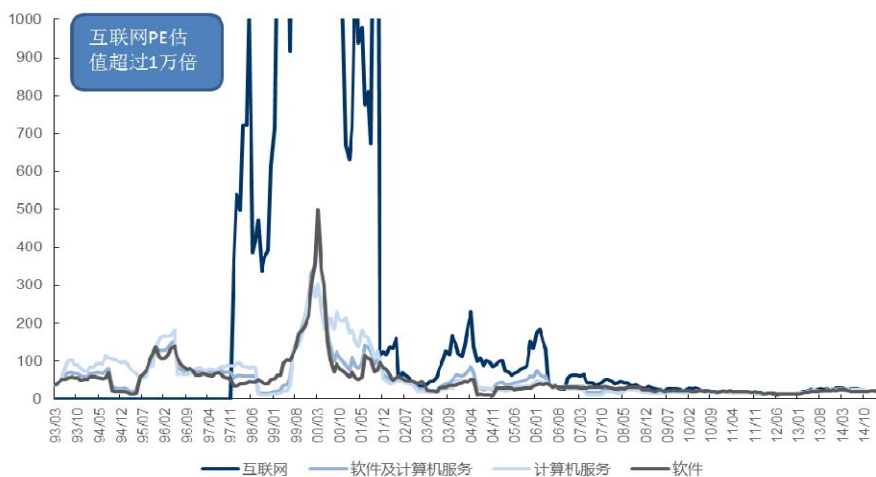
图：美国科技类子行业PE走势 (Datastream)



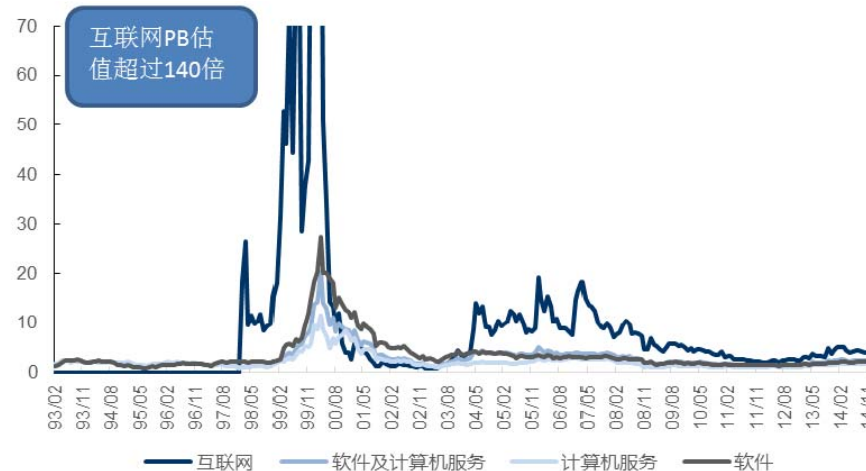
图：美国科技类子行业PB走势 (Datastream)



图：日本科技类子行业PE走势 (Datastream)



图：日本科技类子行业PB走势 (Datastream)



资料来源:彭博 申万宏源研究

资料来源:彭博 申万宏源研究

1.2.2 当前，传统估值方法在互联网上“水土不服”



全世界各国互联网软件及服务(GICS)上市公司的PE、PB峰值和谷值

地区	样本数	历史上PE峰值		历史上PE谷值		历史上PB峰值		历史上PB谷值	
		所有样本的最大值	所有样本的平均值	所有样本的最小值	所有样本的平均值	所有样本的最大值	所有样本的平均值	所有样本的最小值	所有样本的平均值
全世界	440	314566	1757	23	0.00	184037	554	2.33	0.00007
US	153	18411	1174	24	0.00	184037	1490	3.14	0.00008
JP	72	314566	4788	25	0.05	257	28	3.05	0.00207
KS	23	1818	300	15	1.39	24	6	1.16	0.18385
LN	20	6294	571	14	0.23	1470	133	1.21	0.08
GR	19	1917	264	23	1.04	295	41	0.85	0.01
CH	18	2309	471	24	12.03	58	26	2.71	1.08
AU	15	916	205	27	0.02	2158	170	1.56	0.00
HK	15	1188	288	8	1.19	839	89	0.86	0.10
FP	13	1410	265	9	0.50	101	21	0.58	0.01
CN	12	480	98	7	0.27	127	40	4.42	0.08
TT	9	190	66	13	6.68	18	8	2.22	0.68
IN	8	1263	253	13	0.40	20	6	0.82	0.05
PW	8	15915	2238	18	0.36	97	21	1.14	0.03
SS	7	2227	603	7	1.26	347	120	2.18	0.14

资料来源:Datastream 申万宏源研究

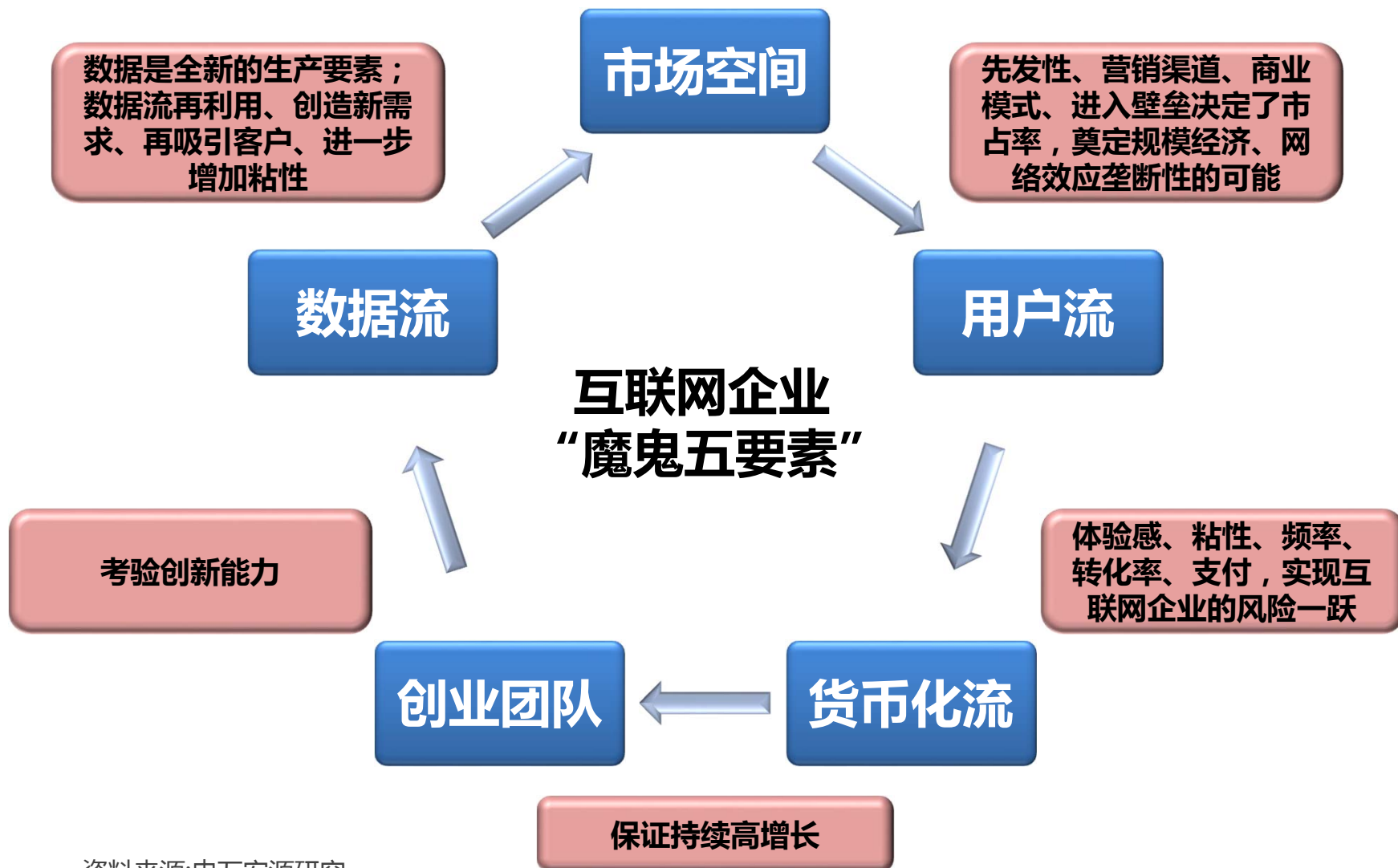
1.2.3 当前，传统估值方法在互联网上“水土不服”



资料来源:申万宏源研究

1.3 互联网“魔鬼五要素”，导致了传统估值方法的失效

- 互联网企业也“趋利”，估值重点：不同生命周期中寻找现金流的替代性指标



资料来源:申万宏源研究

主要内容

1. 新经济行业比较体系之互联网应用
2. 互联网估值方法探析
3. 1995-2000年网络股启示录

2.1 延续新经济行业比较，揭晓申万宏源“互联网+”估值体系

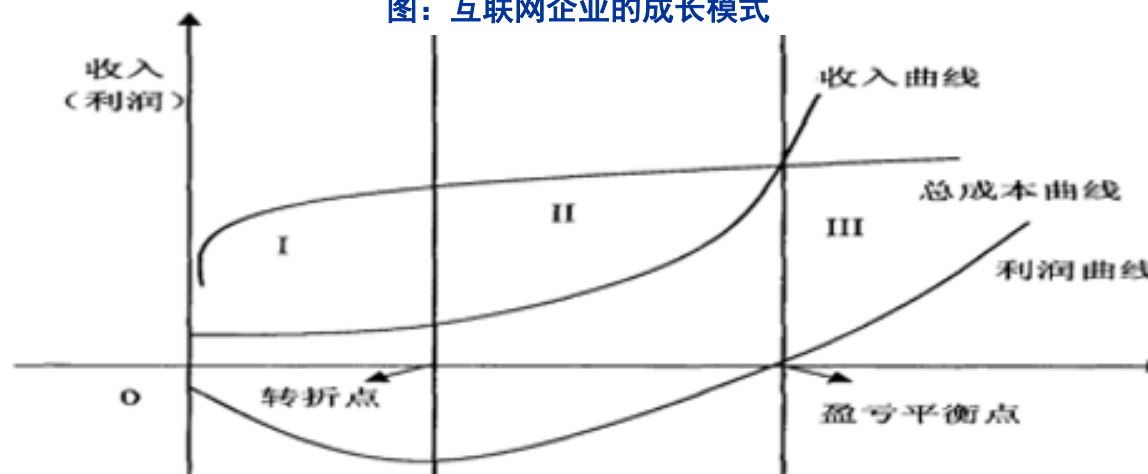


■ 互联网企业也“趋利”，估值重点：不同生命周期中寻找现金流的替代性指标

表：互联网企业的生命周期划分标准

驱动类型	生命周期判断指标	概念期	导入期	成长期	成熟期	衰退期
互联网的商业 模式驱动	渗透率（新商业模式 业务占比）	几乎为0	0-5%	迅速提升	稳定	稳定甚至 下滑
	参与企业个数	无	1-2家	持续增加	几大巨头鼎立，集中 度高	逐渐退出
	企业、消费者、政府 行为	资本性支出、跨界战略合作 等	少数公司战略布局、加强 营销、持续资本性支出	商业生态形成，盈利模式 清晰，盈利可持续性增强	价格战、强化营销； 更关注性价比	
	成长模式	通过提供免费信息及各类优 惠条件以吸引用户注意力， 此时由于成本投入较大，收 入很少，出现持续亏损	随着用户数的急剧增加， 网络效应开始显现，收入 高速增长；	达到盈亏平衡点后，收入 随着用户数的爆炸性增长 而继续保持高速增长，而 总成本增幅缓慢，盈利开 始剧增。	收入增速放缓	出现负增 长

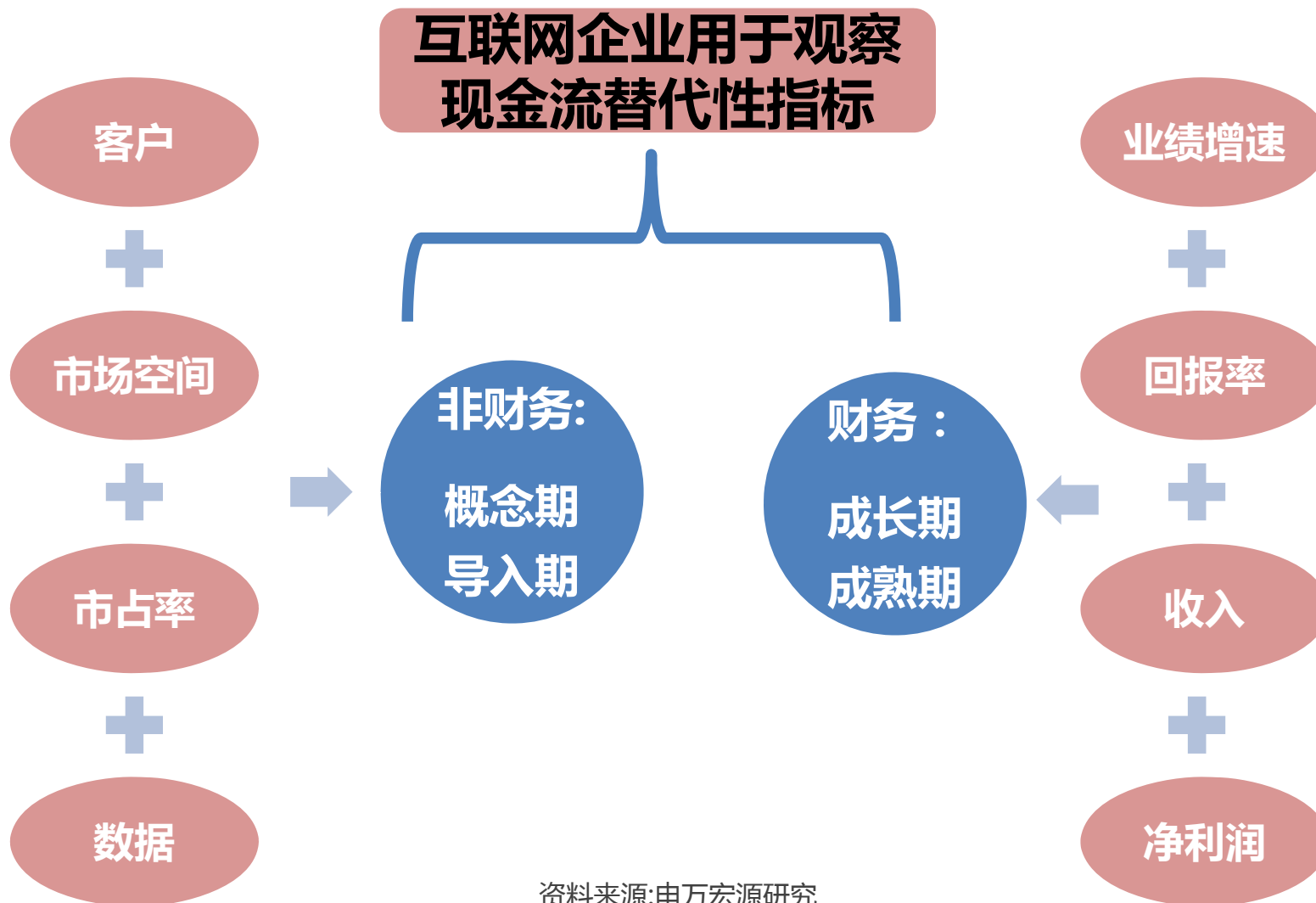
图：互联网企业的成长模式



资料来源:申万宏源研究

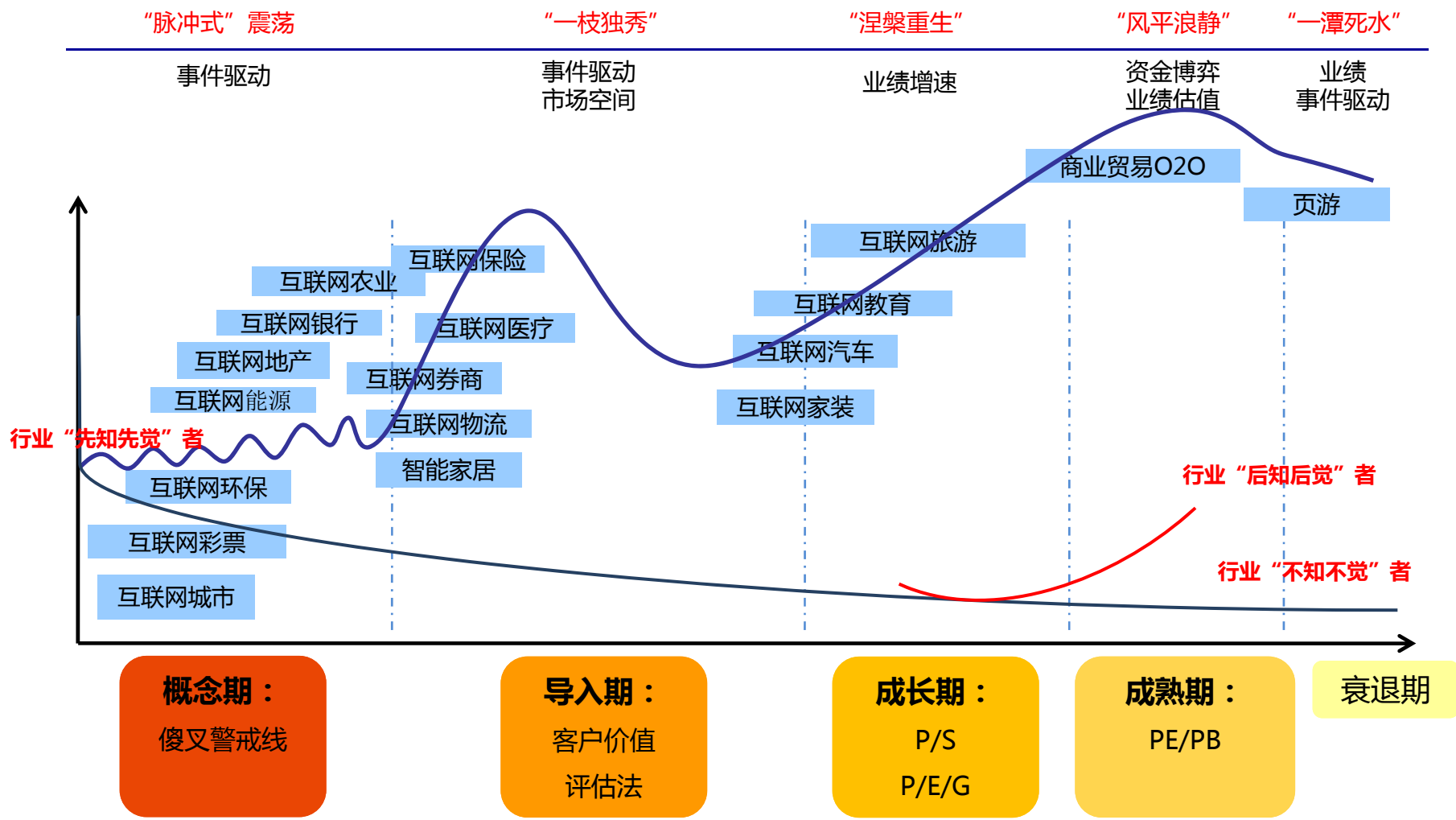
2.1 互联网企业在不同生命周期的现金流替代性指标

- 互联网企业也“趋利”，估值重点：不同生命周期中寻找现金流的替代性指标



资料来源:申万宏源研究

2.2 互联网企业的生命周期和估值方法划分



互联网大部分子领域处在概念期和导入期，
我们重点分析这两个阶段的估值方法

资料来源:申万宏源研究

2.2.1 概念期战术博弈：傻叉警戒线（VM指数小于0.5）



■ VM指数=本轮投前估值/前轮投后估值/两轮之间间隔月数

- VM指数原则上不应超过0.5，一旦超过，投资人就会自我怀疑，犹豫不决。可能或他们很可能拖延交割时间以便能多看一两个月的数据，同时在其它条款上尽可能补回一些心理平衡。
- 不排除有特殊的情况VM指数超过0.5：如果融资企业在两轮之间真有特别爆炸式的增长或者严重影响企业未来预期的标志事件，两轮投资期间一直保持超预期的高速增长。

表：各互联网公司融资时期的VM指数

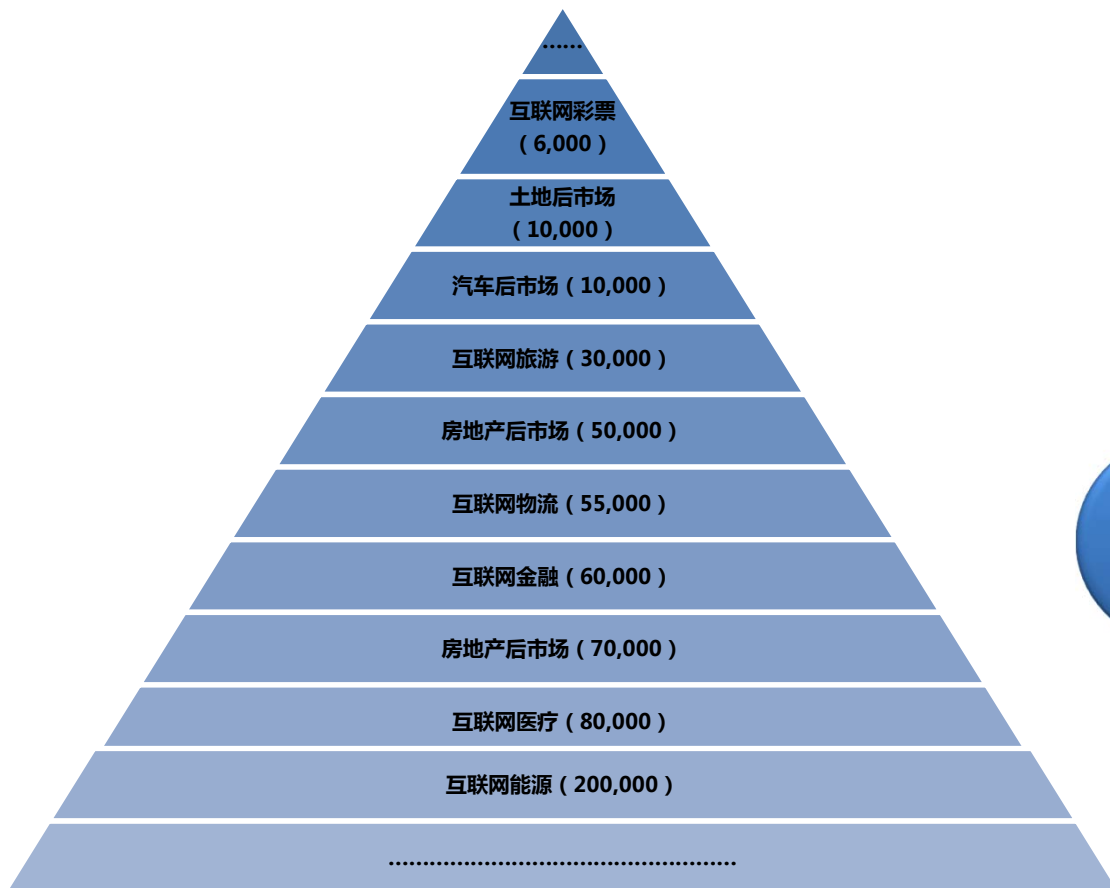
互联网公司	阶段	时间	融资额 (亿美元)	市值 (亿美元)	投资方	相隔月数	VM指数
小米科技	A	2011.07	0.41	2.5	晨兴创投MorningSide、顺为基金、启明创投、IDG资本		
	B	2011.12	0.9	10	Temasek淡马锡/兰亭投资、高通投资、Qualcomm、晨兴创投MorningSide、顺为基金、IDG资本、启明创投	5	0.8
	C	2012.06	2.16	40	DST/Yuri Milner(中国投资)、Temasek淡马锡/兰亭投资	6	0.67
	D	2013.09	不详	100	DST/Yuri Milner(中国投资)	14	0.18
	E	2014.12	11	450	GIC新加坡政府投资公司、DST/Yuri Milner(中国投资)、厚朴基金、云峰基金	16	0.28
百度	A	1999.12	0.012	0.04			
	B	2000.09	0.1	至少0.25		9	0.69
	C	2004.06	0.15	2		45	0.18
饿了么	C	2013.11	0.25	1		10	
	D	2014.05	0.8	5		6	0.83
	E	2015.01	3.5	10		8	0.25
嘀嘀打车	B	2013.04	0.15	0.8		4	
	C	2014.01	1	5		9	0.69
	D	2014.12	7	35		11	0.64
锤子科技	A	2013.05	0.7亿人民币	4.7亿人民币	紫辉投资		
	B	2014.04	2亿人民币	10亿人民币	中信证券、和君资本等	11	0.19

资料来源:彭博 申万宏源研究

2.2.2 导入期：核心是市场空间和客户流

- 市场空间预测：海外映射+人均消费比

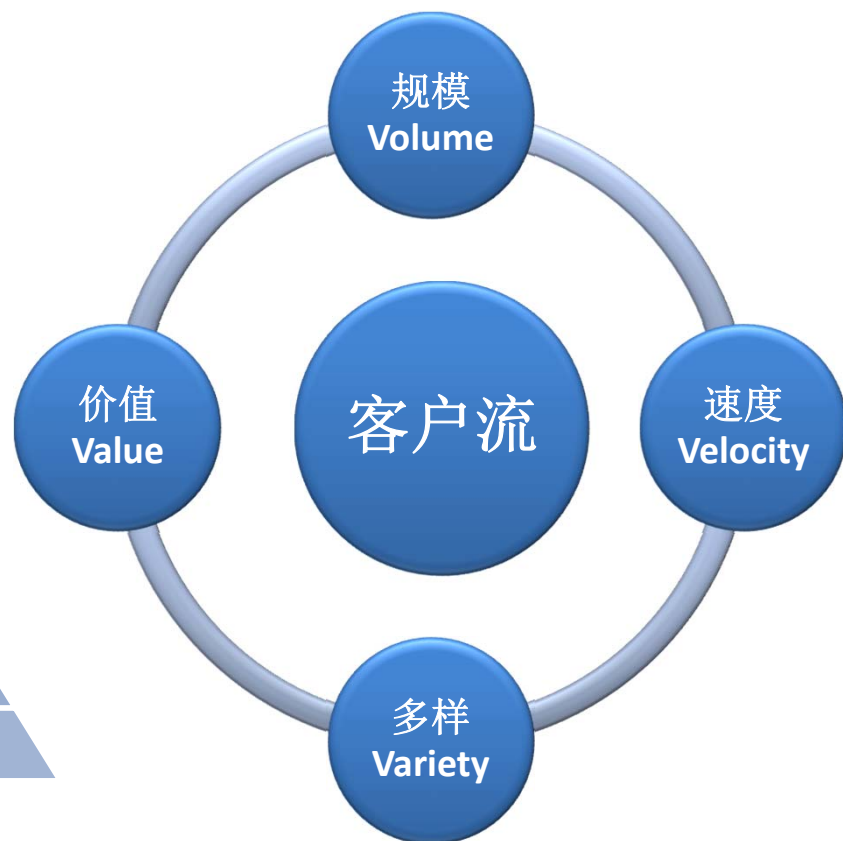
相关互联网产业市空间预测（亿元）



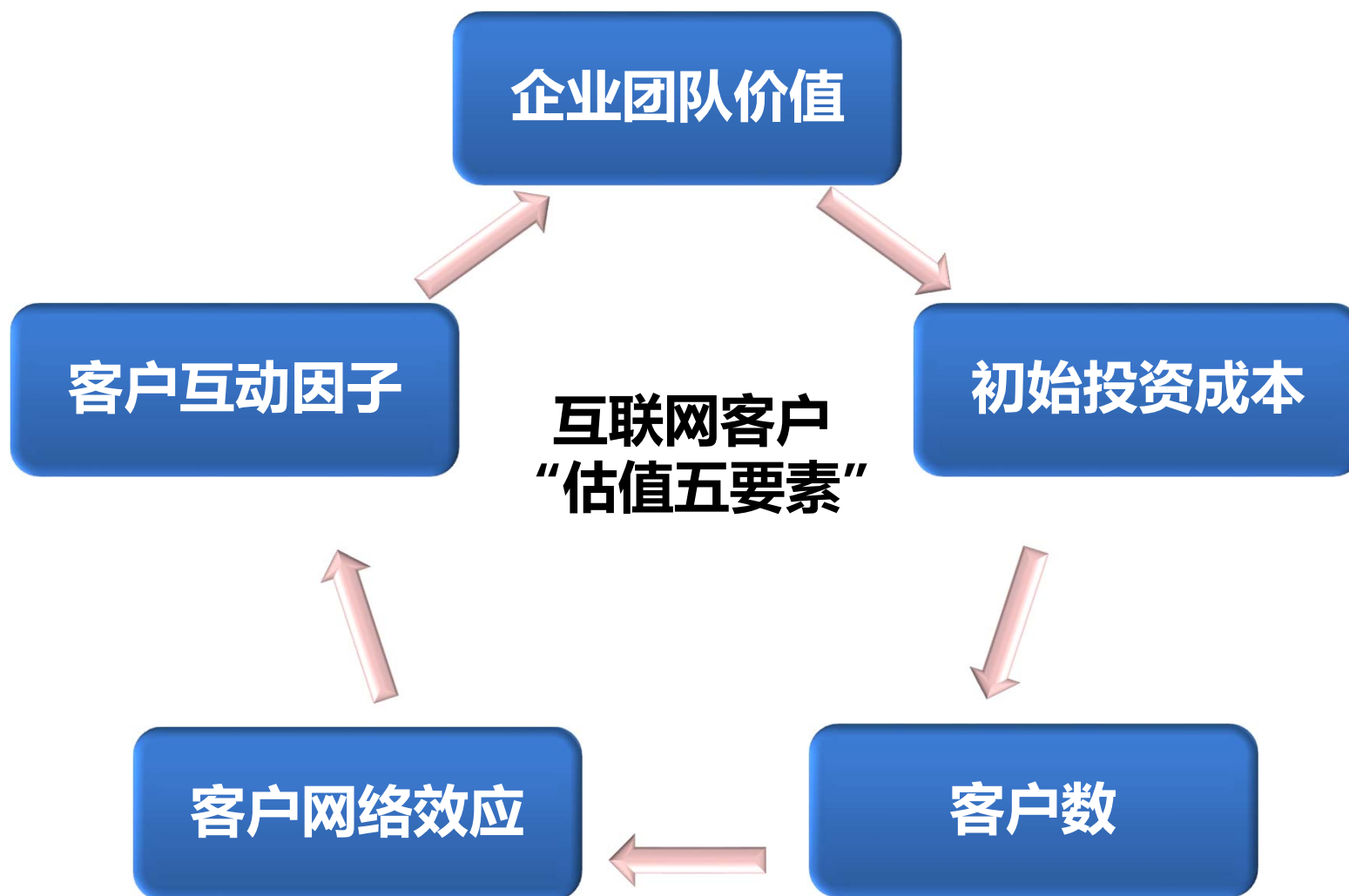
资料来源:申万宏源研究

- 客户流的“4V”特征意味着客户价值是非线性关系，同时与网络速度、界面、内容等有关。

互联网客户流的“4V”特征



2.2.2 导入期：互联网客户“估值五要素”



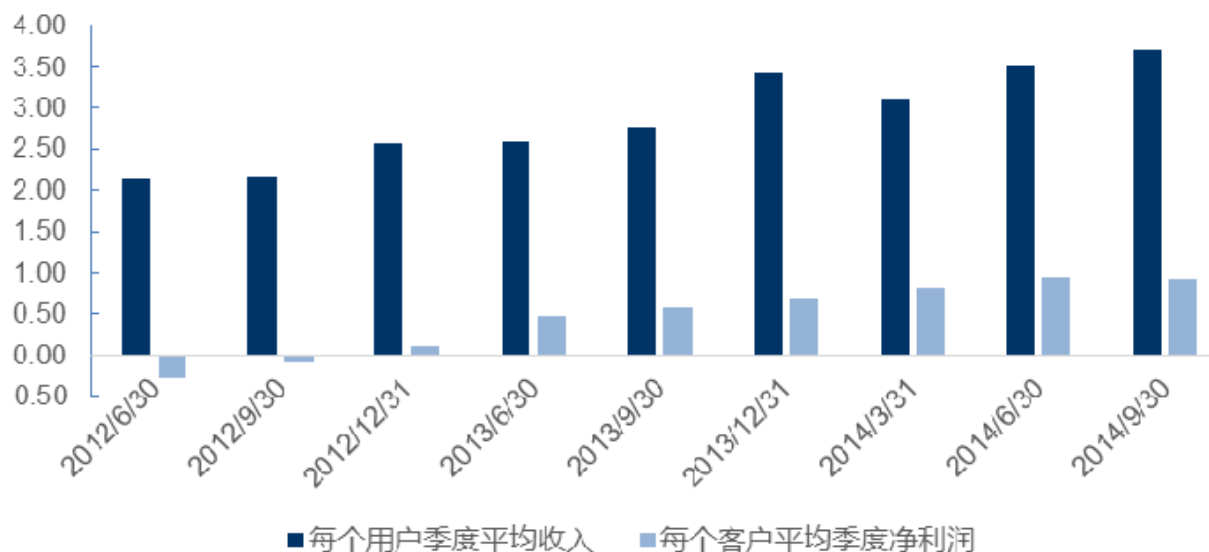
资料来源:申万宏源研究

2.2.2 导入期:企业价值与客户数不是简单的线性关系(网络效应)



- APRU值 (每用户平均收入,Average Revenue Per User)总收入/用户数=ARPU值 (元/月) ,同时互联网的网络效应、规模经济效应会使得APRU值会随着用户数的增加而增加。

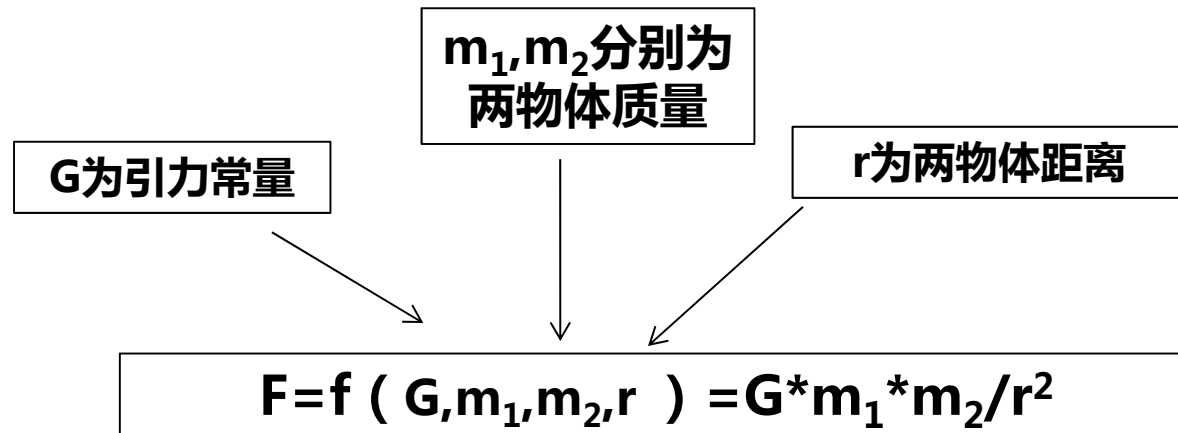
图：FACEBOOK每个用户季度平均收入、净利润



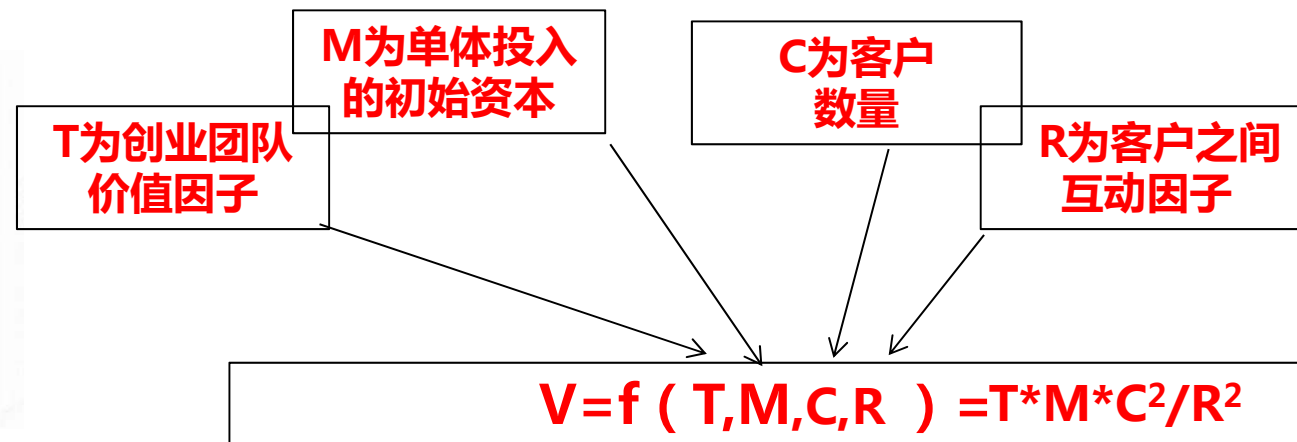
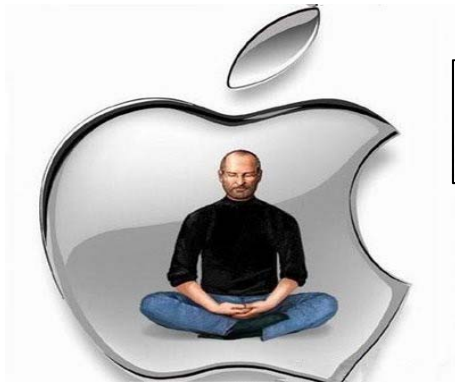
资料来源:彭博 申万宏源研究

2.2.2 导入期:企业价值与客户互动也有关系 (加速度的网络效应)

■ 牛顿万有引力：



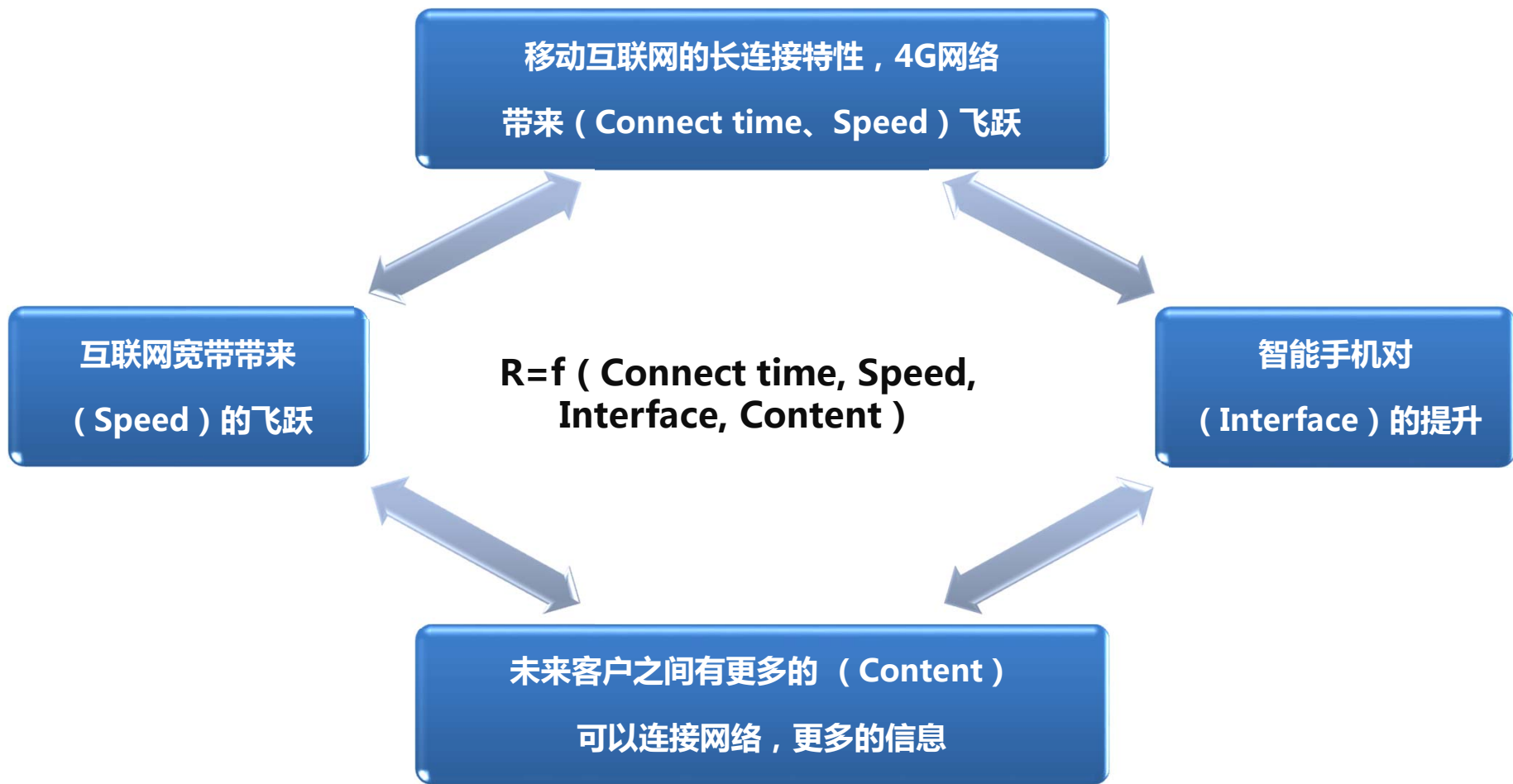
■ 互联网客户“估值五要素”：



备注：Mary Meeker《The Internet Report》提出E=MCC（T为创业团队价值椅子，M为单体投入的初始资本，C为客户数量，固定成本M和C为指数关系，即越过固定成本线后，后面的增长将不再与固定成本的线性变动相关联，而是指数型增长）。另外R的定义是引用曾李青定律

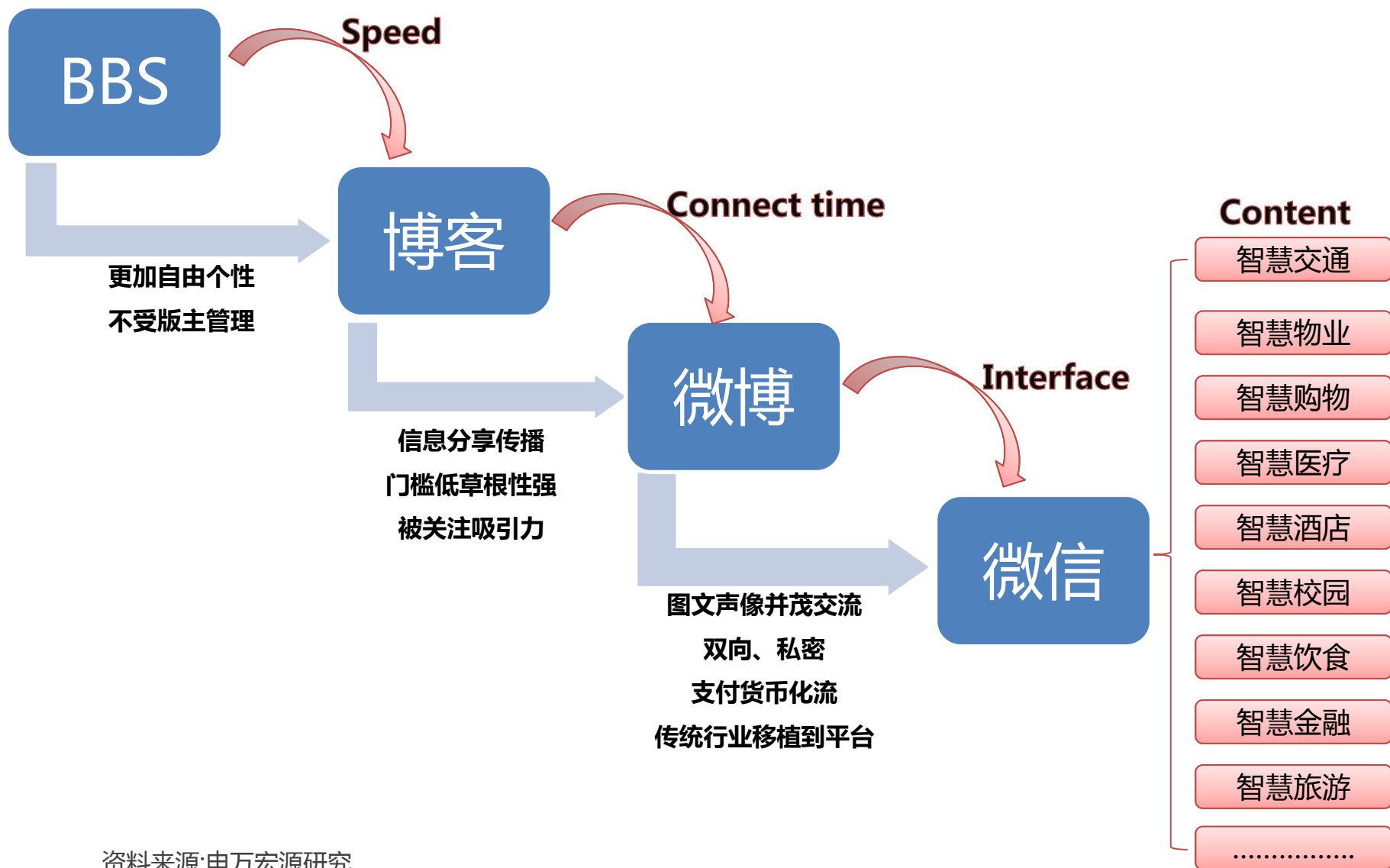
2.2.2 导入期:客户互动再创造价值 (R²)

- 客户流的“4V”特征，决定了互联网价值与通信速度、界面、内容、互动有很大关系，网络它就是以非线性、多元化、立体性的加速度在提升。



资料来源：腾讯联合创始人发布“曾李青定律”，重新定义互联网的价值

2.2.2 导入期:客户互动再创造价值 (R²)



资料来源:申万宏源研究

2.3 成长期：业绩增速是王道 (P/S; P/E/G)



对“利润”投资

- **成熟产业：**
- 可以对赢利能力做出精确预测

对“收入”投资

- **成长性产业：**
- 可以对营业额代表的市场发展空间做出预测

对“收入的增长”投资

- **互联网产业：**
- 增速实现网络效应、能很好预测长期的成功

资料来源:申万宏源研究

2.3.1 增长（growth）是最为重要的：

- 维度一：互联网公司营收或净利润实现高速增长的概率与市值成正比，其中收入增速比净利润增速更为明显。

表：市值较大的互联网公司营收或净利润高速增长的概率较大

市值范围	样本数	一半以上的会计年度的	
		营收增速 超过50%的概率	净利润 增速超过50%的概率
大于100亿美元	13	46%	38%
大于50亿美元	23	35%	35%
大于10亿美元	77	26%	29%
大于3亿美元	123	20%	23%
大于1亿美元	192	17%	21%
大于0.5亿美元	243	16%	21%
全部样本	437	14%	20%

资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.1 增长（growth）是最为重要的：



- 维度二：互联网公司股东净资产回报率较高的样本中，营收或净利润实现高速增长的概率越大，说明了互联网企业的高速成长能够带来股东更多的回报。

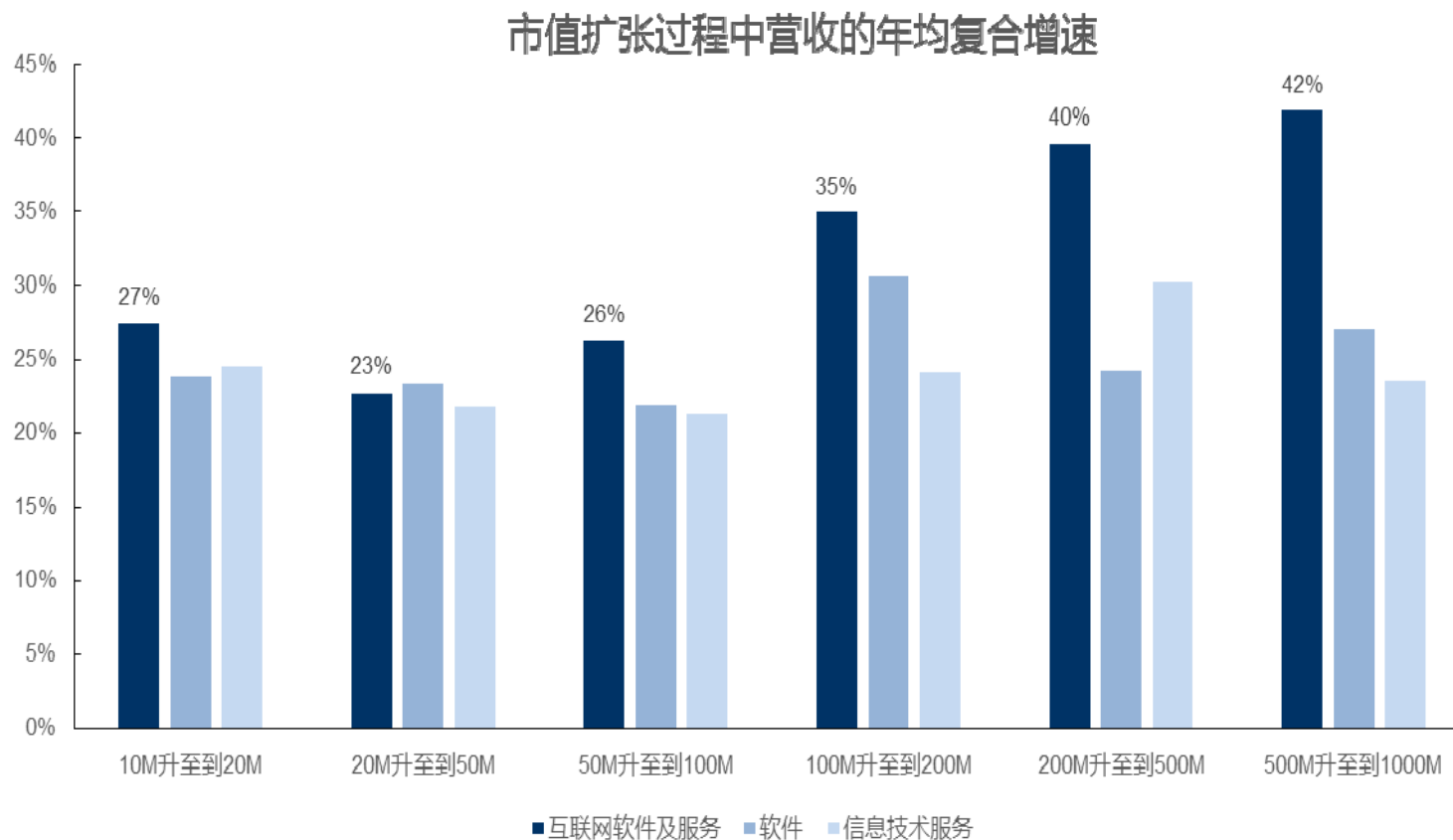
表：高成长的公司给股东带来的净资产回报率较高

ROE范围	样本数	一半以上的会计年度的营收增速 超过50%的概率	一半以上的会计年度的净利润 增速超过50%的概率
大于40	25	32%	56%
大于30	40	25%	45%
大于25	54	22%	39%
大于20	71	20%	32%
大于10	132	20%	29%
大于5	171	17%	29%
全部样本	440	14%	20%

资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.1 增长 (growth) 是最为重要的:

- **维度三：互联网企业在市值扩张的过程中，对于营收增速的要求越来越高。意味着高速增长是预测长期成功的必要条件。**

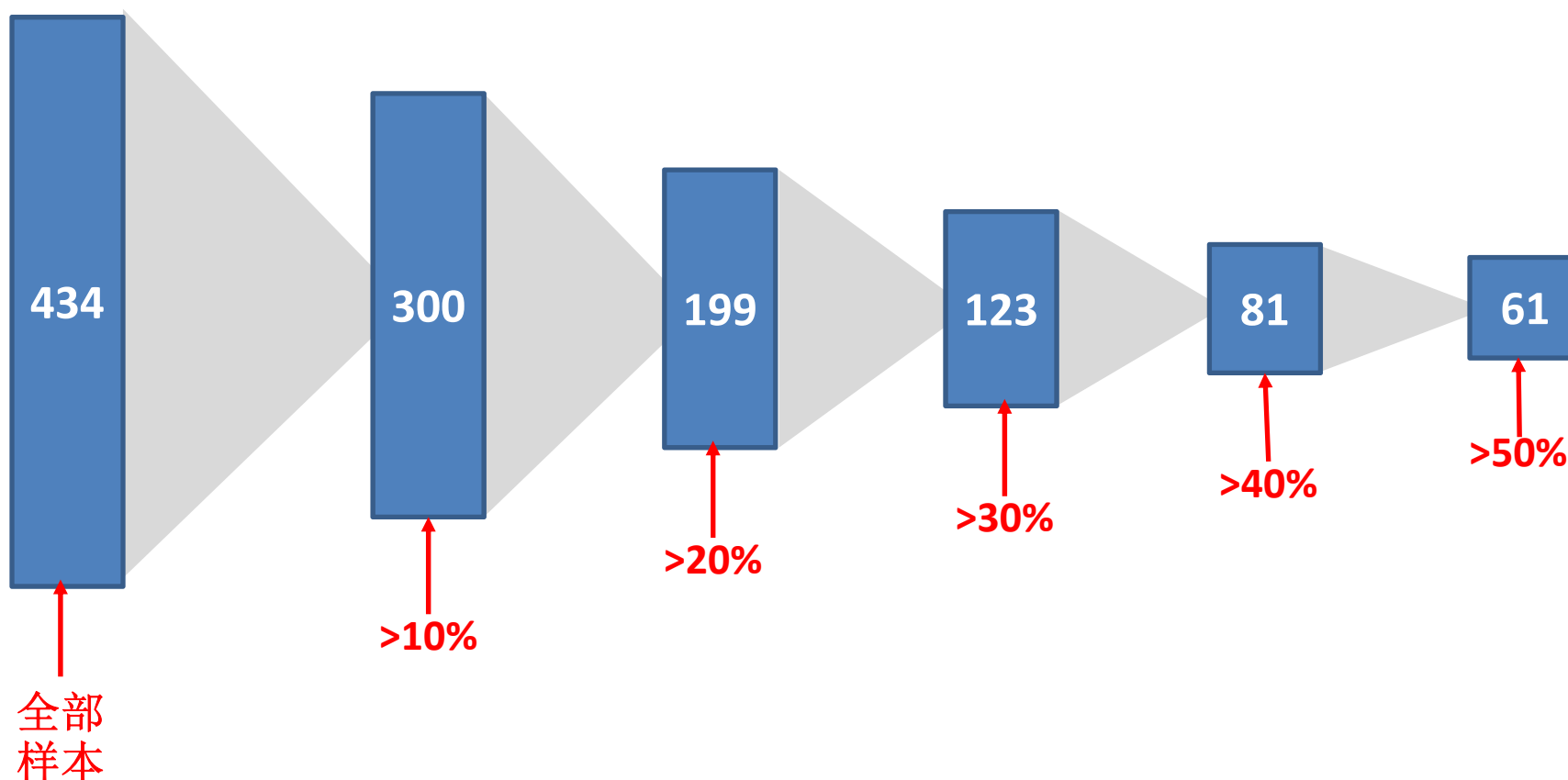


资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.2 维持快速增长非常困难：真正变大概率很小

- 434家中只有81家公司（占比不足20%）可以保证在半数以上会计年度的营收增速超过40%；只有61家公司（占比不足15%）可以保证在半数以上会计年度的营收增速超过50%。

图：434家互联网公司半数以上会计年度营收增速分布统计



资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.2 维持快速增长非常困难：真正变大概率很小



- 只有39%的GICS二级行业（技术）公司能达到\$100M的营收；13%的能达到\$1B；8%的能达到\$5B；其中子行业中互联网软件及服务比例更低。

表：互联网公司变大的概率较低

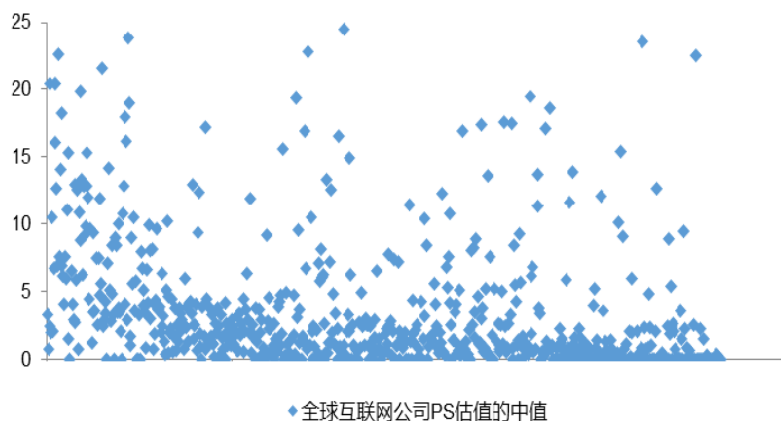
营收规模超过的概率	大于100百万美元	大于10亿美元	大于50亿美元
互联网软件及服务	35%	10%	6%
软件	32%	9%	6%
信息技术服务	50%	20%	13%
三个行业合计	39%	13%	8%

资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.3 P/S: 成长期但还未达到盈亏平衡点

- 当公司处于成长期但是还未到盈亏平衡点时，市场对收入的敏感性明显强于对利润的敏感性。
- 另外互联网公司毛利率偏高(FACEBOOK、百度、阿里巴巴、腾讯的最新毛利率分别为83%、62%、70%、61%)，那么在决定其未来盈利和现金流增长的各种驱动因素中，营收的增长引擎作用将远远超过其他因素的作用。
- 互联网公司的PS的区间范围大部分散布在【2, 5倍】之间，特别是电商公司。

互联网公司PS中值大量分布在【2,5】之间



资料来源:彭博 申万宏源研究

电商公司PS中值大约是【2.0,2.5】之间

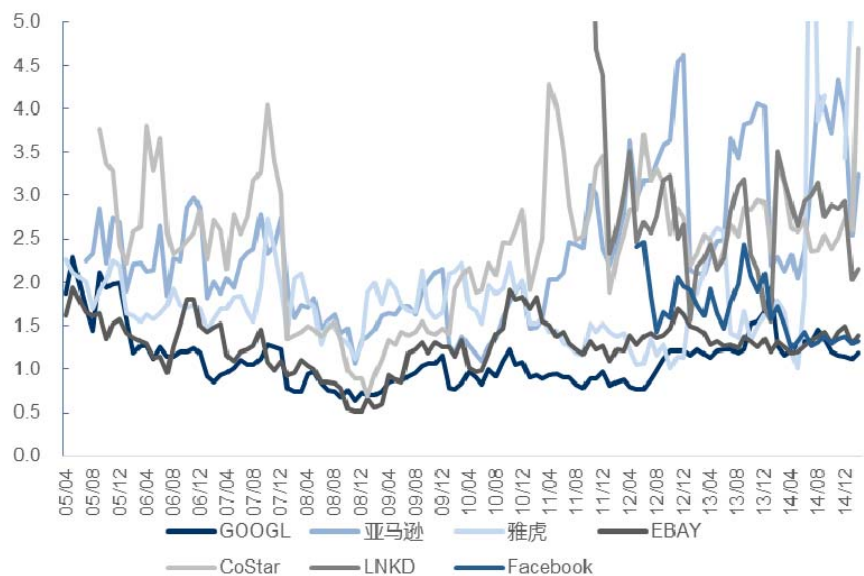


资料来源:彭博 申万宏源研究

2.3.4 P/E/G: 成长期越过盈亏平衡点

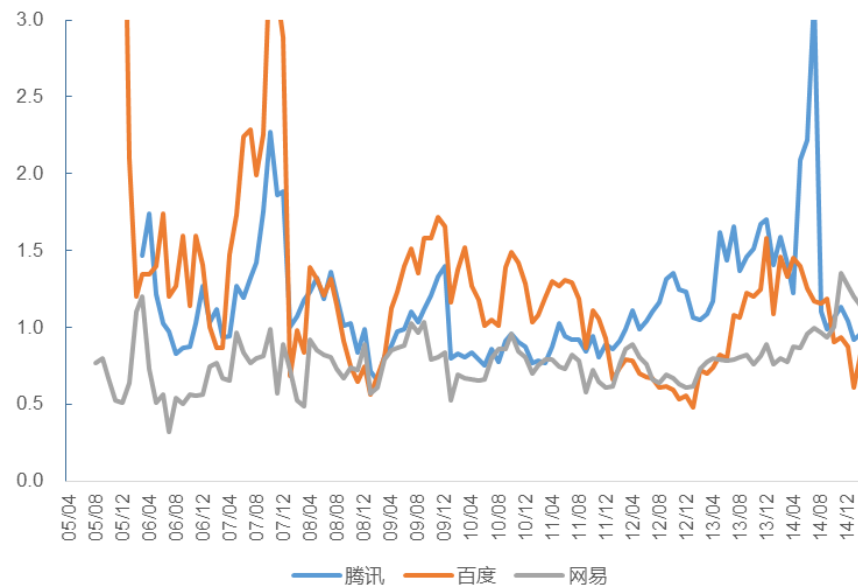
- 对于互联网公司而言，消失时，亏损将长期存在，同业间平均利润率不再有可参照性。因此持续的高成长性是整个定价公式（P/E/G）的根本前提
- 美国、中国互联网公司的PEG中值大约是2倍和1.5倍。

美国互联网公司PEG中值大约在2倍左右



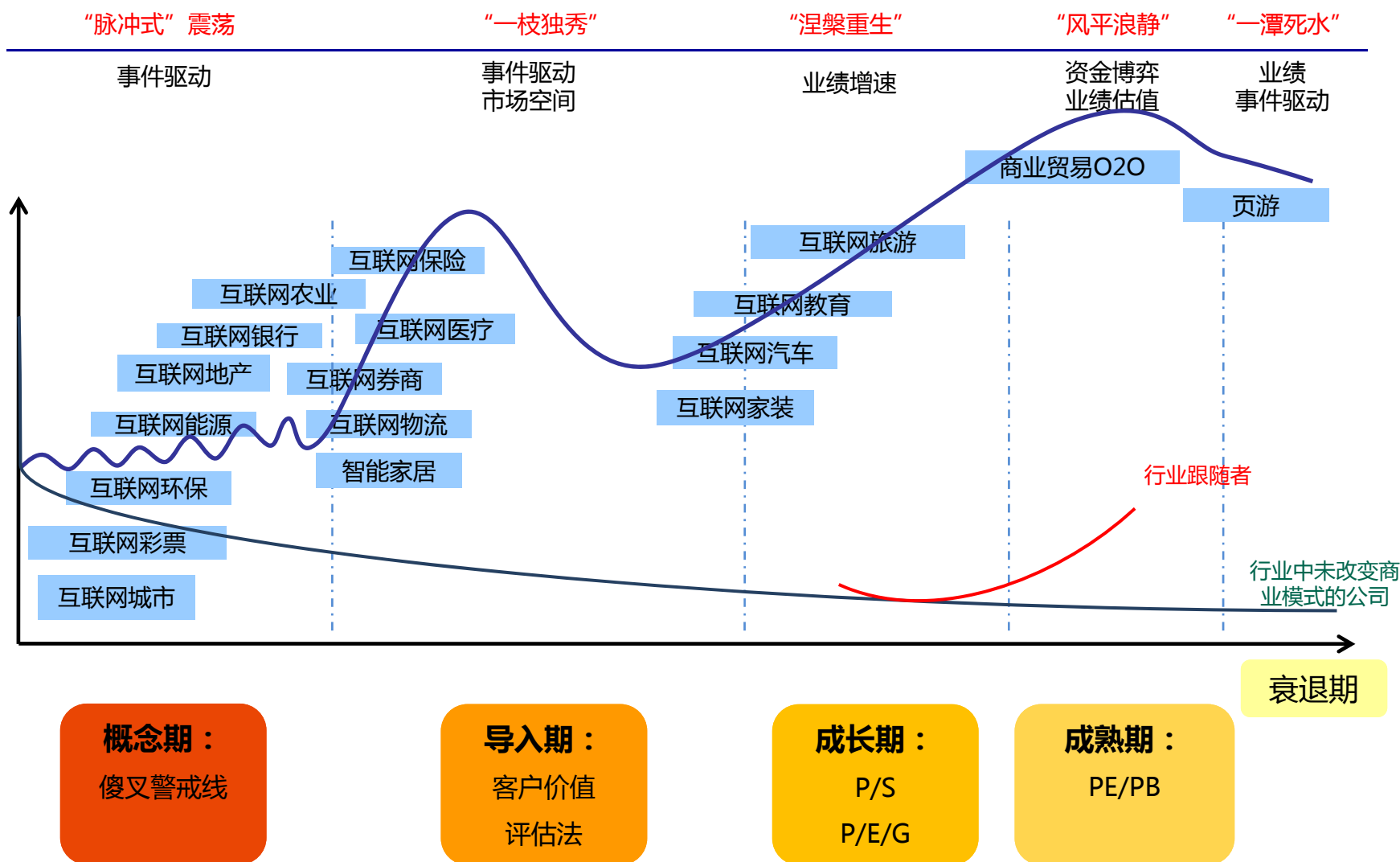
资料来源:彭博 申万宏源研究

中国互联网公司PEG中值大约在1.5倍左右



资料来源:彭博 申万宏源研究

2.4 互联网企业的生命周期和估值方法划分



资料来源：申万宏源研究

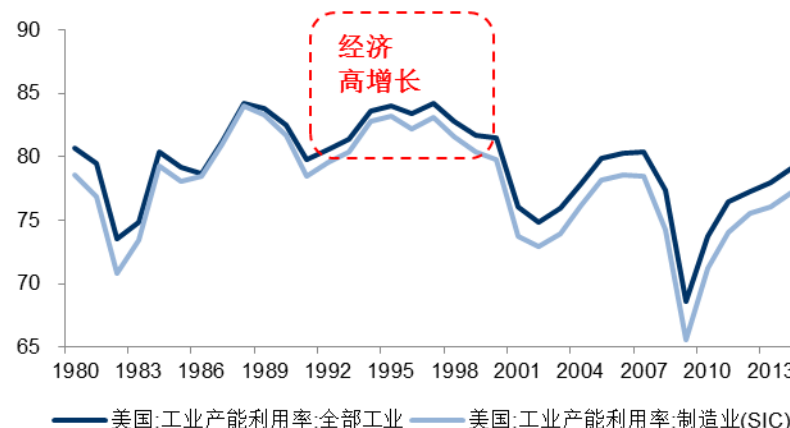
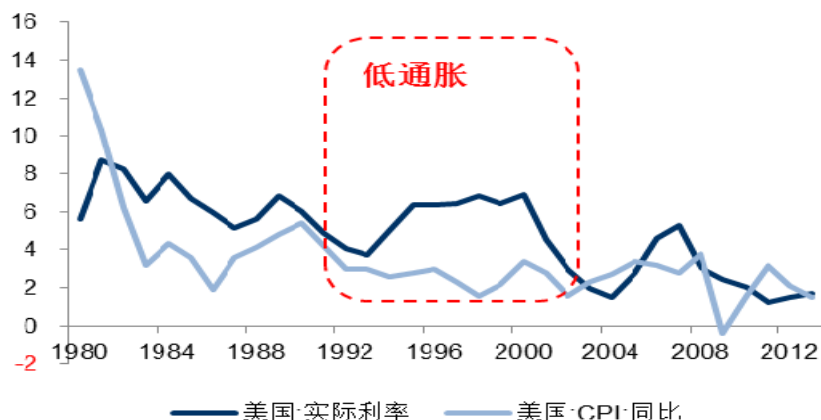
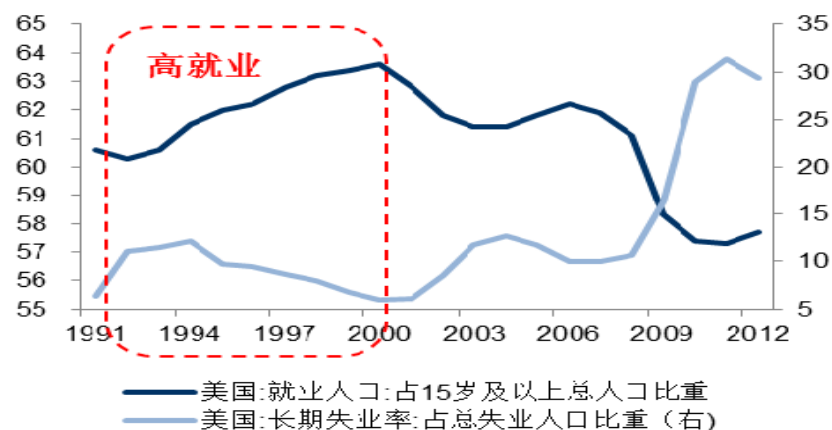
主要内容

1. 新经济行业比较体系之互联网应用
2. 互联网估值方法探析
3. 1995-2000年网络股启示录

3.1 90年代纳斯达克互联网行情爆炸式繁荣



- 美国国内经济背景：进入了二战后最长的经济扩张周期（1991-2001）。低通胀+高增长+高就业

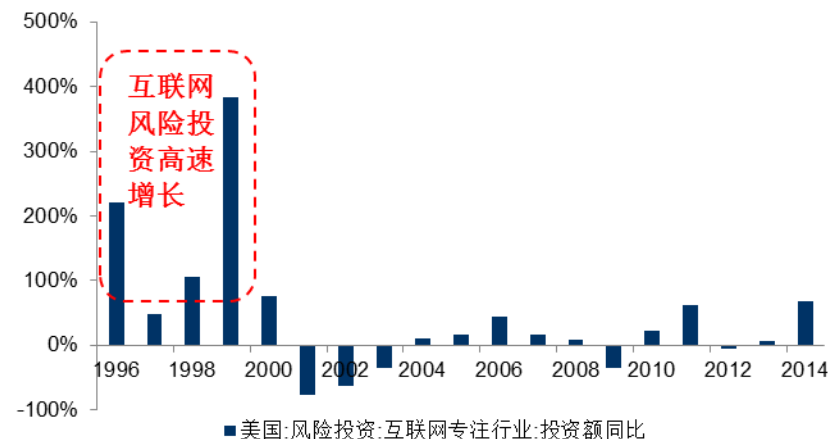
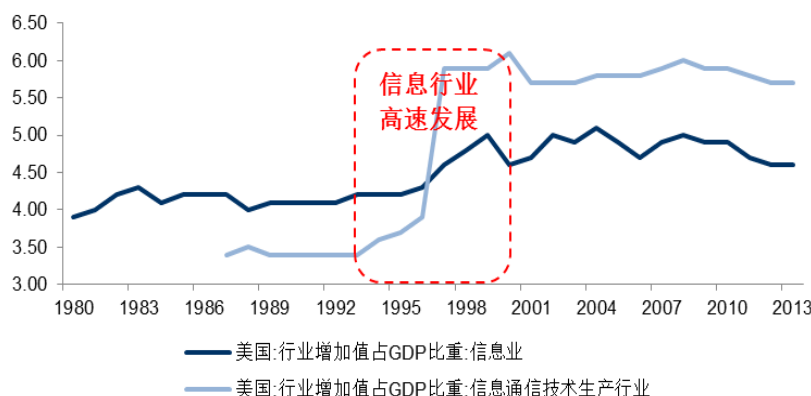


资料来源:彭博 申万宏源研究

3.1 90年代纳斯达克互联网行情爆炸式繁荣



- 美国推崇“新经济”、摒弃“旧经济”，国家战略重视鼓励高科技产业发展。93年克林顿政府推出“国家信息基础设施（National Information Infrastructure）”计划；96年颁布《电信法》，放松了电信行业的管制。



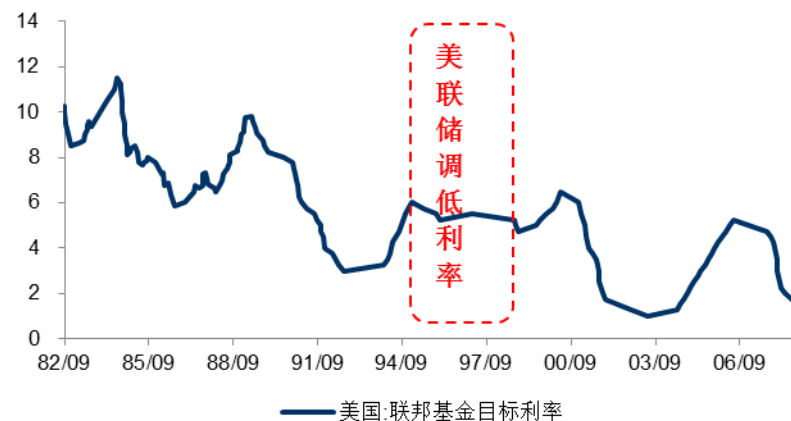
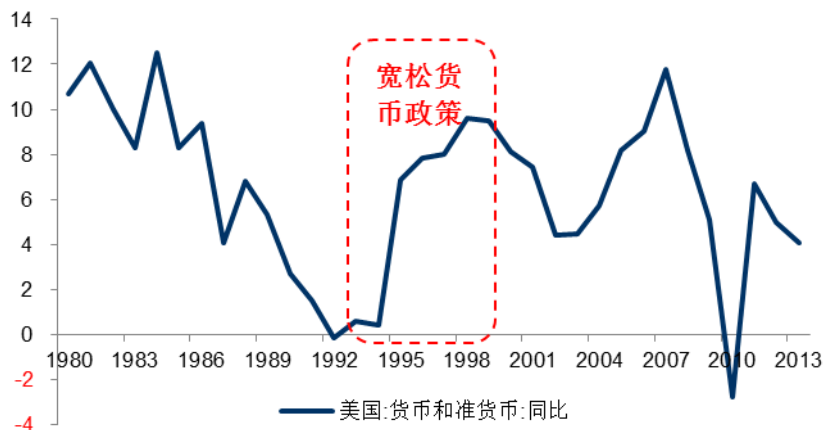
美国风险投资: 内部回报率	化工/材料	消费/零售	电力	能源	环境	金融服务业	硬件/系统	医疗保健/ 生物技术	工业	制造业	媒体/通讯	软件/服务	信息技术
1997年	5.68	-6.43	58.55	10.33	-100.00	9.57	56.84	7.71	-99.89	58.55	-0.99	121.57	272.55
1998年	12.79	6.99	183.47	6.50		32.22	201.03	17.52	16.32	-14.77	206.60	106.49	276.87
美国风险投资: 行业群内部回 报率	生物技术/生 物制药/研究 与发展	医疗保健 设备	医疗保健 服务	医疗保健 软件/系统	制药业	互联网-电子 商务	互联网-纯盈利 性电子商务	电信网络/ 系统	电信制 造业	电信设备			
1997年	10.27	8.31	261	9.14	6.64	136.35	682.3	238.19	245.4	138.95			
1998年	51.57	3.75	9.74	4.56	24.89	105.63	294.03	359.07	306.1	101.45			

资料来源:彭博 申万宏源研究

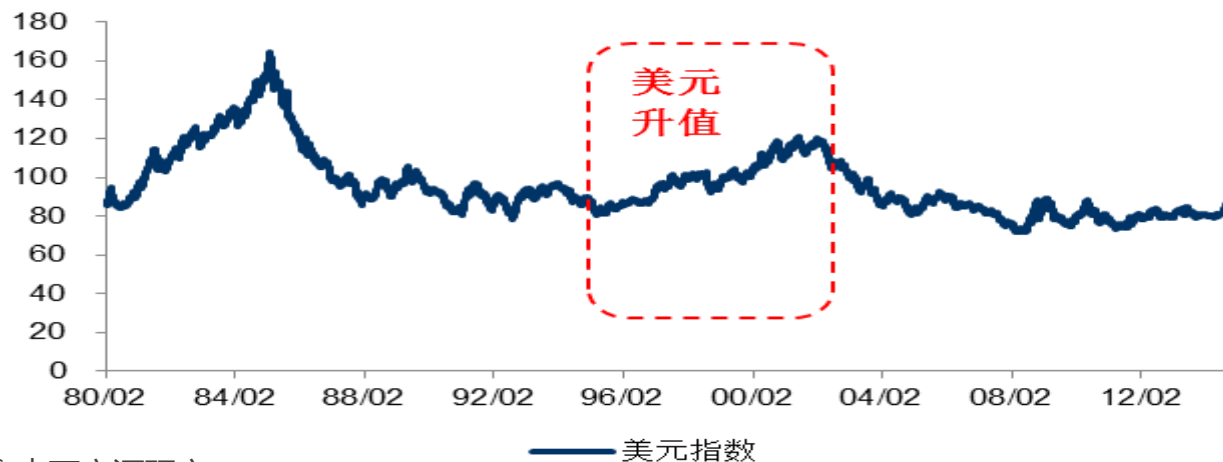
3.1 90年代纳斯达克互联网行情爆炸式繁荣



■ 美国国内最政策：持续宽松货币政策对冲海外疲软经济



■ 国际环境：亚洲金融危机后资金大幅回流美国，美元升值

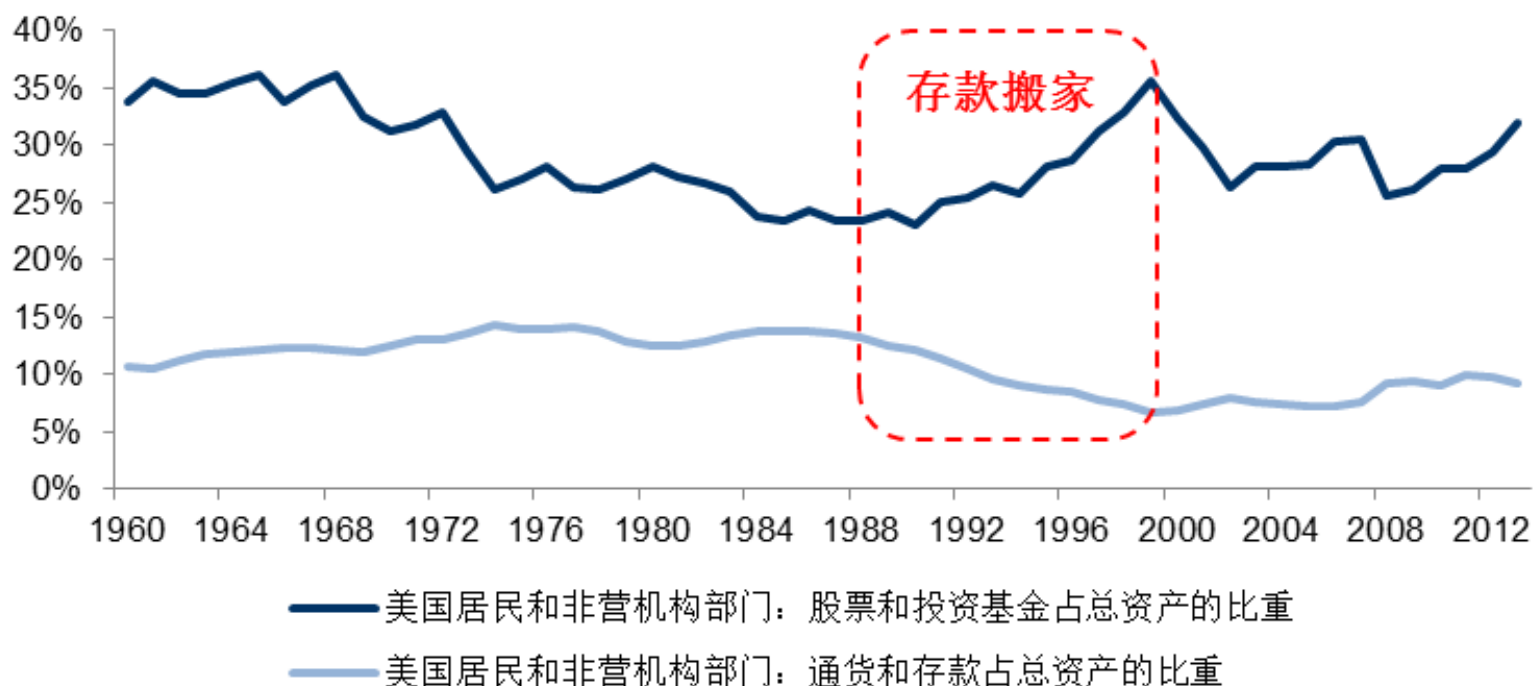


资料来源:彭博 申万宏源研究

3.1 90年代纳斯达克互联网行情爆炸式繁荣



- **大类资产配置：资金抱团效应+“存款搬家”的现象，风险偏好提升显著。**
1999-20001年间，在互联网泡沫高峰期，全球共有964亿美元风险投资进入互联网创业领域，其中有80%被投向了美国。在全部10755笔风险投资交易中，有7174笔来自美国。



资料来源:彭博 申万宏源研究

3.2 纳斯达克网络泡沫简要回顾

- 2000年3月13日，纳斯达克指数在创出5048点历史新高之后开始崩盘，当日跌幅超过4%；半年后跌至1088点，创下3年新低，较历史高峰下跌近80%，IT上市公司市值缩水5万亿美元！
- 2000年纳斯达克指数、互联网指数PE峰值分别为：175倍、285倍；PB峰值分别为：7.3倍、33倍。
- 全球有超过2000家互联网公司倒闭，美国就有210家互联网公司破产。



资料来源:申万宏源研究

3.3 对当前中国互联网行情的启示



- **新经济不是泡沫，泡沫的是资本市场。互联网革命继续推进中，近期纳斯达克指数也接近历史新高。**

表：当前中国互联网行情与90年代的纳斯达克网络行情对比分析

对比	中国	美国
国家战略	互联网+	信息高速公路
经济环境	潜在经济增速面临下台阶的压力，传统行业产能过剩，低通胀	高增长、低通胀的“新经济”时代，90年末21世纪出消费下行带动互联网消费增速下滑
资金价格	利率市场化	1995-1999年美元降息，2000年美元加息
市场热点	触网就夺人眼球	制药与“.com”扯上关系，股价就会暴涨
风险偏好	传统行业转型期偏好成长股	互联网作为新兴技术，开普及的过程中投资者的关注度极高
大类资产配置	英雄时代	存款搬家
海外资金	人民币国际化、沪港通、深港通、MSCI等	亚洲金融危机过后，新兴市场资金回流美国

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

诚信 · 进取 · 共享

INTEGRITY · INITIATIVE · SHARING



申万宏源研究S微信订阅号



申万宏源研究S微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

林丽梅
linlm@swsresearch.com