

金山软件 (03888.HK) 深度研究

最差时点即将过去，静待新游戏上线

2018 年 06 月 27 日

【投资要点】

- ◆ 西山居二十多年一直围绕着《剑侠情缘》这一精品 IP，不断升级游戏的玩法和趣味性，培养了众多剑侠忠实粉丝。我们测算在端游领域，2017 年西山居的市场份额达到了 3%。
- ◆ 从目前来看，中国的公有云市场的整体规模仅为美国的 3.2%，但从增速来看，中国公有云市场的整体增速在 2017 年近 40%，远超美国同期的 24.6%。我们预计中国公有云的全球市场份额会持续提升，中国/美国的公有云比值有望在 2020 年提升至 4.2%。
- ◆ WPS 的月活数持续增长。从 WPS 的合并月活数上看，由 2016 年的 2 亿提升至 2018Q1 的 2.56 亿。其中移动端的月活数达 1.51 亿，PC 端超过 1 亿。月活数的持续提升，为 WPS 持续货币化提供了基础。金山办公目前已在 A 股递交上市申请。未来如果上市成功，将有助于提升公司的整体估值水平，并有助于提升 WPS 的持续货币化能力。
- ◆ 公司最差时点即将过去。1) **端游**：《剑网三》付费玩家人数及 ARPU 在 2018Q1 同比环比均呈现双降，主要原因是因为《剑网三》的优化还并不完善，且重置版对于电脑的要求极高，整个安装容量达 80G，导致很多玩家望而却步，一些付费玩家放弃安装所致。根据我们和公司的沟通中了解到，公司将采用新的策略，通过陆续发布较小容量的安装包来替代原先的重置版的完整安装包。玩家将根据当前的游戏场景下载需要的安装包，从而缓解重置版对电脑及系统要求过高的问题，最近一期的安装包有望在 6 月底推出。此外，随着暑期活动及预计 10 月份资料片的推出，有望重新吸引《剑网三》老玩家回流；2) **手游**：《云裳羽衣》及《剑网 3 指尖江湖》将分别在 2018 年 6 月底及 9 月开始公测，此外《剑网 2 剑歌行》暂未确定时间。三款游戏均为腾讯代理，凭借腾讯强大的游戏运营能力，我们预计公司手游收入有望重回升势。


东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持 (维持)

目标价：27.4 港元

东方财富证券研究所

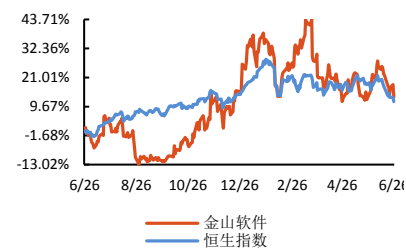
证券分析师：卢嘉鹏

证书编号：S1160516060001

联系人：李博伦

电话：021-23586480

相对指数表现



基本数据

总市值 (百万港元)	31939.19
流通市值 (百万港元)	31939.19
52 周最高/最低 (港元)	31.10/17.50
52 周最高/最低 (PE)	38.78/-146.94
52 周最高/最低 (PB)	3.84/2.18
52 周涨幅 (%)	13.40
52 周换手率 (%)	192.53

相关研究

《云及 WPS 收入快速增长，新游戏有望提升流水，维持“增持”评级》

2018.03.26

《金山软件发布中期业绩，三大业务收入强劲增长》

2017.08.24

【投资建议】

- ◆ **盈利预测：**一季度游戏收入不及预期，我们下调公司2018年的游戏收入增速，此外，金山云的7.2亿美元优先股的股息将于2018Q2计入财务费用，致使我们下调了公司的归母净利润。我们预计公司18/19/20年收入分别为6617/8582/11161百万元人民币，归母净利润分别为702/936/1292百万元人民币，对应PE分别为37.81X/28.34X/20.54X。
- ◆ **绝对估值：**根据DDM模型，预计公司每股的价格在28.26港元。
- ◆ **相对估值：**我们采用分部估值法。游戏业务我们参考可比公司PE，给予2018年13倍PE；金山云：我们给予该业务5倍P/S；办公软件：考虑到该业务在国内有一定稀缺性，且即面向C端，又面向B端，并已计划在A股上市，我们参考东财指数分类，A股市场计算机软件指数的平均估值为47.25X，我们保守给予该业务35X PE；我们给予公司分部累加0.85倍折让。
- ◆ 我们略微下调公司未来十二个月的目标价到27.4港元，距目前股价尚有17.85%的上涨空间，继续维持公司“增持”的投资评级。

盈利预测（百万元人民币）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5181	6617	8582	11161
增长率（%）	-37.44	27.70	29.70	30.05
EBITDA	3348	1314	1703	2124
归母净利润	3202	702	936	1292
增长率（%）	1082.66	-78.09	33.43	37.98
EPS（元/股）	2.33	0.51	0.68	0.94
市盈率（P/E）	8.29	37.81	28.34	20.54
市净率（P/B）	3.01	2.06	2.02	1.98
EV/EBITDA	17.82	37.05	26.08	16.74

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 游戏收入不及预期的风险；
- ◆ 云业务亏损加剧的风险；
- ◆ WPS收入及盈利不及预期的风险；
- ◆ 金山办公上市进度受阻的风险。

正文目录

1. 投资逻辑	6
2. 公司概况	6
2.1. 公司概况	6
2.2. 发展历程	6
2.3. 公司股东及对子公司持股情况	7
2.3.1. 公司概况	7
2.3.2. 子公司持股	7
2.4. 网络游戏占据主要地位，云计算收入持续提升	8
3. 网络游戏	9
3.1. 游戏精品化与 ARPU 值提升是未来游戏行业竞争的关键	9
3.1.1. 移动端游戏与客户端游戏主导中国游戏行业	9
3.1.2. 游戏用户增长红利近尾声，游戏 IP 精品化将成为核心竞争力	9
3.2. 西山居-二十年坚守精品游戏 IP	10
3.2.1. 西山居二十年聚焦武侠类精品游戏 IP	10
3.2.2. 西山居制作精品游戏 IP 的能力得到互联网巨头的认可	11
3.2.3. 网络游戏收入占比	11
3.3. 精品 IP《剑网三》是公司的现金牛	12
3.3.1. 收费方式以时间付费为主	12
3.3.2. 《剑网三》收入快速增长	12
3.3.2. 静待《剑网三》重置版的持续优化	13
3.4. 手机游戏	14
3.4.1. 公司的手游产品	14
3.4.2. 《剑侠情缘》手游成为公司精品手机游戏	15
3.4.3. 从手游收入有望维持稳定	15
3.4.4. 新手游值得期待	16
4. 金山云	17
4.1. IaaS 规模快速发展，前景广阔	17
4.1.1. IaaS 在中国是市场规模最大，增速最快的云计算细分行业	17
4.1.2. 中国公有云市场空间广阔	18
4.2. 公司有望成为中国云计算市场的头部公司	19
4.2.1. 金山云是国内第三大 IaaS 服务提供商	19
4.2.2. 金山云业务收入快速增长	19
5. 金山办公	20
5.1. 金山办公的产品	20
5.1.1. WPS Office 桌面版	21
5.1.2. WPS 的商业模式	21
5.2. 金山办公有望持续维持高景气度	22
5.2.1. 金山办公收入持续增长	22
5.2.2. 政策持续加大对国产软件的扶持力度	23
5.2.3. 市场份额有望持续提升	23
5.2.4. 互联网广告业务快速发展	24
5.2.5. 付费习惯的改变及 SaaS 的快速发展有望促使用户为使用付费	25
6. 财务分析	26

6.1. 营业收入	26
6.2. 营业成本及毛利率	27
6.3. 费用	27
6.3.1. 销售费用	27
6.3.2. 管理费用	28
6.3.3. 研发费用	28
6.4. 归母净利润	29
7. 盈利预测与估值	30
7.1. 盈利预测	30
7.1.1. 核心假设	30
7.1.2. 盈利预测	30
7.2. 绝对估值	30
7.3. 相对估值	31
8. 风险提示	32

图表目录

图表 1: 金山软件发展历程	6
图表 2: 公司主要股东	7
图表 3: 公司子公司	8
图表 4: 公司业务收入占比	8
图表 5: 收入占比趋势	8
图表 6: 网络游戏各类型游戏收入规模（亿元）	9
图表 7: 中国游戏类型占比	9
图表 8: 客户端游戏用户规模	10
图表 9: 移动端游戏用户规模	10
图表 10: 客户端游戏收入规模预测	10
图表 11: 移动端游戏收入规模预测	10
图表 12: 西山居游戏的影响力	11
图表 13: 公司网络游戏收入占比	12
图表 14: 剑网三收入规模、增速及网络游戏收入占比	13
图表 15: 付费人数维持与 ARPU 值的提升	13
图表 16: 剑网三重置版的客户端下载说明	14
图表 17: 新客户端下载说明	14
图表 18: 公司手游产品	14
图表 19: 《剑侠情缘》手游月活趋势	15
图表 20: 手游收入、增速及收入占比（百万元）	15
图表 21: 《云裳羽衣》宣传图	16
图表 22: 《云裳羽衣》内测图	16
图表 23: 《剑网3 指尖江湖》内测图	17
图表 24: 中国云计算市场规模（百万美元）	18
图表 25: 云计算细分行业规模占比	18
图表 26: 云计算细分行业环比增速	18
图表 27: 中美公有云市场规模及增速比较（百万美元）	19
图表 28: 2017H1 中国 IaaS 服务厂商市场份额	19
图表 29: 金山云的市场份额	19
图表 30: 公司云计算业务收入（百万元）	20

图表 31: 金山办公的产品	20
图表 32: 金山办公及其他业务收入（百万元）	22
图表 33: 金山办公各项业务收入及增速（百万元）	22
图表 34: 金山办公各项业务收入占比	22
图表 35: 针对软件的相关政策	23
图表 36: PC 与移动端的月活数（亿）	23
图表 37: 各项广告形式收入占比	24
图表 38: 网络广告收入及增速	24
图表 39: 移动广告收入、增速及占比	24
图表 40: 爱奇艺的会员服务收入（订阅）及订阅会员数量	25
图表 41: 微软 Office 服务收入（百万美元）	25
图表 42: 微软各业务收入占比	25
图表 43: 微软的办公产品及云服务收入与其订阅用户人数	26
图表 44: 营业收入及增速（百万元）	26
图表 45: 营业成本（百万元）、增速及毛利率	27
图表 46: 销售费用、增速及销售费用率（百万元）	28
图表 47: 管理费用、增速及管理费用率（百万元）	28
图表 48: 研发费用、增速及研发费用率（百万元）	29
图表 49: 归母净利润、增速及净利润率（百万元）	29
图表 50: 盈利预测	30
图表 51: DDM 模型预测	31
图表 52: 分部估值	31
图表 53: 游戏、办公软件、云业务公司估值比较	31
图表 54: 利润表（百万元人民币）	33

1. 投资逻辑

公司的投资逻辑在于：公司最差时点即将过去。

1) 端游:《剑网三》付费玩家人数及 ARPU 在 2018Q1 同比环比均呈现双降, 主要原因是因为《剑网三》的优化还并不完善, 且重置版对于电脑的要求极高, 整个安装容量超 70G, 导致很多玩家望而却步, 一些付费玩家放弃安装所致。根据我们和公司的沟通中了解到, 公司将采用新的策略, 通过陆续发布较小容量的安装包来替代原先的重置版的完整安装包。玩家将根据当前的游戏场景下载需要的安装包, 从而缓解重置版对电脑及系统要求过高的问题, 最近一期的安装包有望在 6 月底推出。此外, 随着暑期活动及预计 10 月份资料片的推出, 有望重新吸引《剑网三》老玩家回流;

2) 手游:《云裳羽衣》及《剑网 3 指尖江湖》将分别在 2018 年 6 月底及 9 月开始公测, 此外《剑网 2 剑歌行》暂未确定时间。三款游戏均为腾讯代理, 凭借腾讯强大的游戏运营能力, 我们预计公司手游收入有望重回升势

3) 金山办公目前已在 A 股递交上市申请。未来如果上市成功, 将有助于提升公司的整体估值水平, 并有助于提升 WPS 的持续货币化能力。

2. 公司概况

2.1. 公司概况

公司成立于 1988 年, 目前是中国领先的软件、云计算及互联网服务公司, 旗下拥有西山居、金山云、金山办公等三家子公司。随着移动互联网时代的到来, 公司众多头部产品, 如 WPS、手机游戏等, 迅速抢占移动端市场, 取得了巨大成功。

2.2. 发展历程

图表 1: 金山软件发展历程

时间	事件
1988	金山在珠海成立
1989	《WPS1.0》发布, 字处理软件开创之作
1997	剑侠情缘发布, 武侠剧情风靡全国
	《金山词霸 1.0》发布, 词典领域一枝独秀
1998	联想入股, 金山重组, 踏上新征程
1999	掀起“红色正版风暴”, 创造百万套销售奇迹
2000	金山毒霸上市, 3 个月内跻身安全领域前三甲

时间	事件
2001	WPS 获国家科技进步奖，成为民族软件代表作
2003	《剑侠情缘网络版》发布，进军网游
2005	《剑侠情缘网络版》席卷越南 80% 市场，风靡东南亚
	《WPS Office 2005》发布，重铸辉煌
	日本金山成立，进一步拓展国际市场
2007	香港主板成功上市，借力国际资本
2008	马来西亚全资子公司成立，再拓海外版图
	金山迎来弱冠之年，四款新品震撼上市
2009	北京、珠海两地分别启用新大厦，金山人有了自己的家
	六年研发，投资过亿的《剑侠情缘网络版叁》正式公测
2010	金山网络成立，宣布毒霸（简体中文个人版）永久免费
2011	WPS 获“核高基”资金支持，国产办公软件迎来新起点
	金山与腾讯达成战略投资合作，共同打造用户可信赖的网络 安全解决方案
	金山“重创业，再出发”转型互联网，并向云计算领域挺进
2012	金山云独立子公司成立，正式进军云计算领域
2014	猎豹移动于美国纽交所上市

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2.3. 公司股东及对子公司持股情况

2.3.1. 公司概况

目前公司的主要股东有三家。Color Link Management Limited 为公司董事长雷军全资拥有的公司。此外，Topclick Holdings Limited 主要是一间由一项全权信托拥有的公司，受益人包括求伯君。由于之前雷军与求伯君及张旋龙签订的投票同意协议，雷军也被视作于该等股份中持有权益。雷军合计拥有公司 26.87% 的权益。

图表 2：公司主要股东

主要股东名称	拥有的权益股份数目	占已发行股份总数的比例
Color Link Management Limited	174,818,191	13.31%
Topclick Holdings Limited	108,032,566	8.23%
Tencent Holdings Limited	106,784,515	8.13%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

2.3.2. 子公司持股

目前公司对旗下三家公司西山居、金山云、WPS 的持股比例均超过 50%，其中西山居和 WPS 的持股约 67%。

图表 3：公司子公司

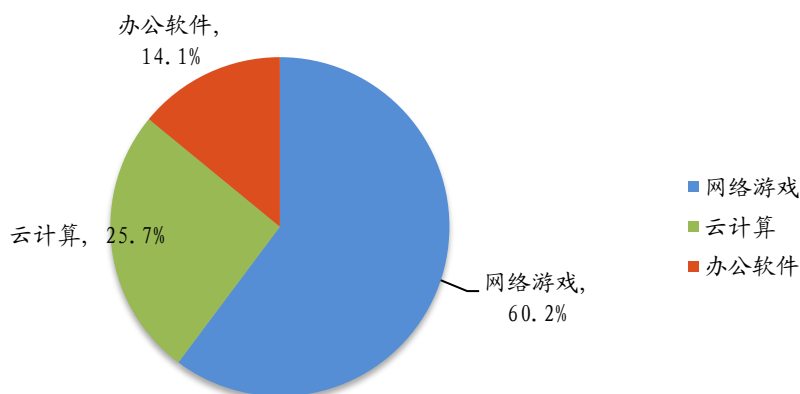
2017 年	公司持股比例
西山居	约 67%
金山云	约 51%
WPS	约 67%

资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

2.4. 网络游戏占据主要地位，云计算收入持续提升

公司依托于三家子公司，主营网络游戏、云计算（IaaS）及办公软件（WPS）。截止到 2017 年底，三项业务收入占比分别为 53.3%、31.5%和 15.1%。

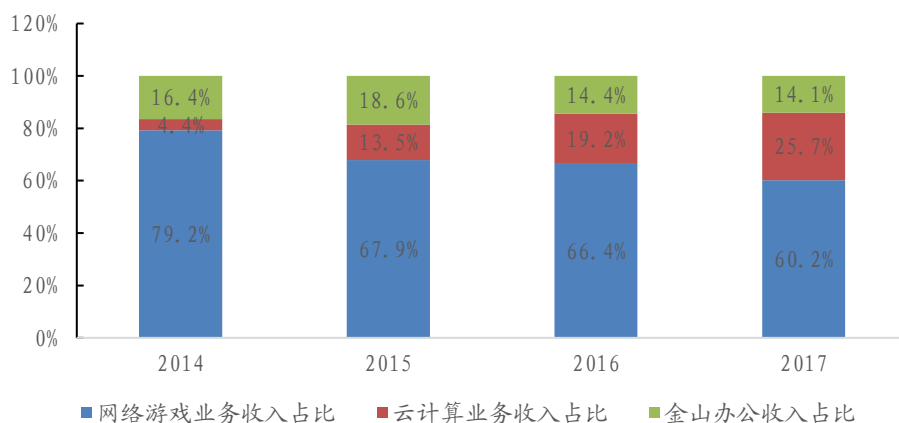
图表 4：公司业务收入占比



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

从公司近四年的收入占比趋势上看，游戏业务收入占比在下降，办公软件收入占比维持稳定，而云计算业务占比则持续提升。截止到 2017 年，公司的云计算业务收入占比已经达到 25.7%，较 2014 年提升了 21.3 Pct。

图表 5：收入占比趋势



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

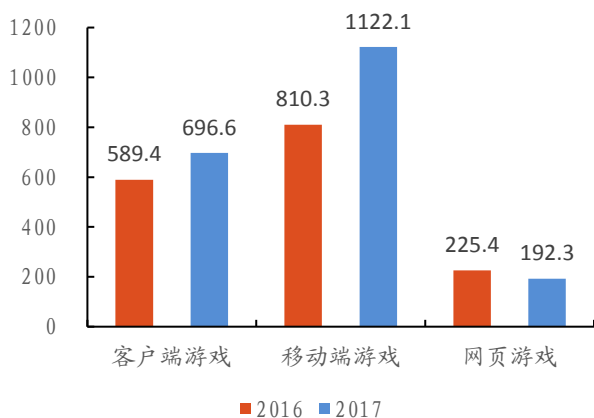
3. 网络游戏

3.1. 游戏精品化与 ARPU 值提升是未来游戏行业竞争的关键

3.1.1. 移动端游戏与客户端游戏主导中国游戏行业

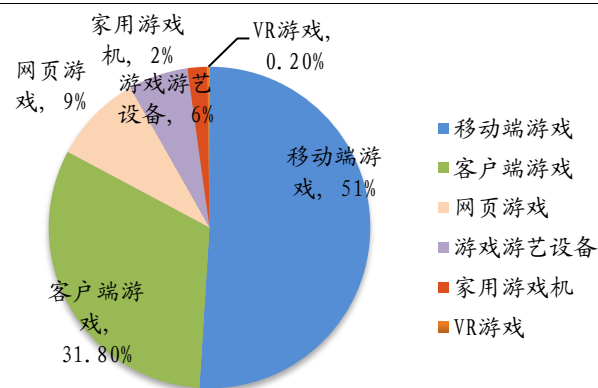
根据中娱智库发布的《2017 年中国游戏行业发展报告》，预计 2017 年中国网络游戏整体营收 2011 亿元，YoY +23.1%。其中，移动端游戏的收入规模达 1122.1 亿元，收入占比达 51%，客户端游戏收入规模近 700 亿，占比 31.8%。

图表 6: 网络游戏各类型游戏收入规模 (亿元)



资料来源: 中娱智库, 东方财富证券研究所

图表 7: 中国游戏类型占比



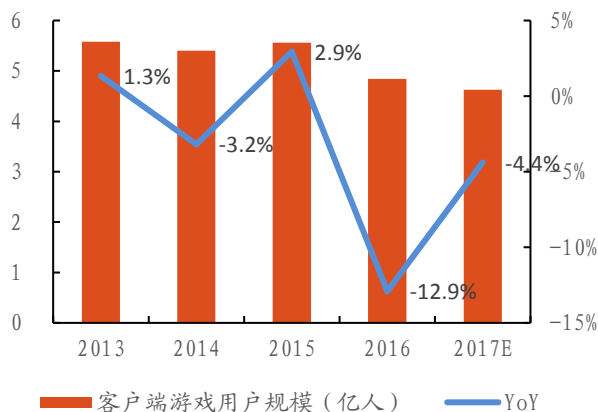
资料来源: 中娱智库, 东方财富证券研究所

3.1.2. 游戏用户增长红利近尾声, 游戏 IP 精品化将成为核心竞争力

中国游戏用户的规模已经非常庞大, 预计 2017 年底, 客户端游戏用户达 4.63 亿, 移动端游戏用户达 5.54 亿。随着游戏用户的渗透率已经处于较高位置, 未来的游戏用户人数的增长速度大概率将会放缓, 我们预计中国网络游戏行业将会迎来存量博弈的下半场。

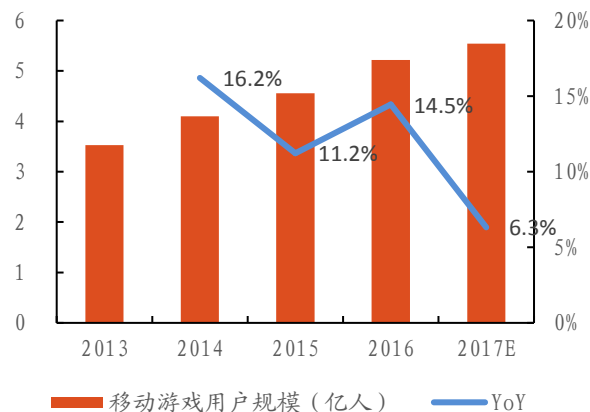
我们认为, 在网络游戏行业的下半场, 游戏 IP 精品化和游戏运营及推广能力将会成为各家游戏制作厂商竞争的关键。

图表 8: 客户端游戏用户规模



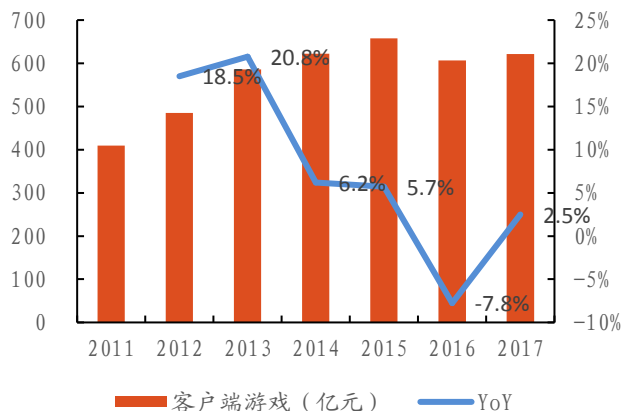
资料来源: 艾瑞, 东方财富证券研究所

图表 9: 移动端游戏用户规模



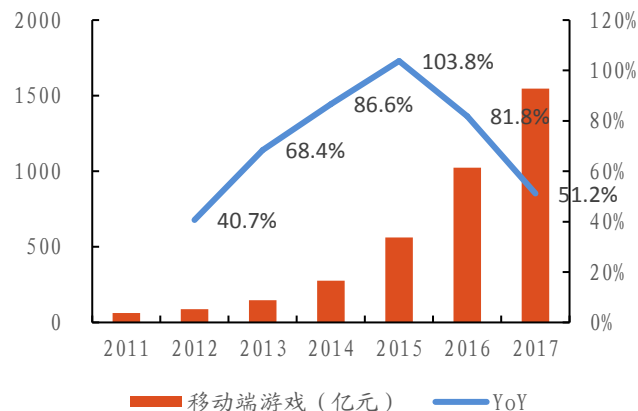
资料来源: 艾瑞, 东方财富证券研究所

图表 10: 客户端游戏收入规模预测



资料来源: 艾瑞, 东方财富证券研究所

图表 11: 移动端游戏收入规模预测



资料来源: 艾瑞, 东方财富证券研究所

3.2. 西山居-二十年坚守精品游戏 IP

3.2.1. 西山居二十年聚焦武侠类精品游戏 IP

公司的游戏西山居工作室创立于 1995 年的珠海, 创始人是求伯君先生, 至今已经有二十多年的历史。西山居于 1996 年发布了中国大陆第一款商业游戏-《中关村启示录》后, 于 1997 年, 公司发布了单机版的《剑侠情缘》及 2000 年《剑侠情缘贰》的销量奇迹, 开启了西山居长达二十年在游戏领域的辉煌。

公司制作的标志性游戏 IP —《剑侠情缘》, 生命周期长达二十多年, 培育了 70 后、80 后、90 后, 甚至 00 后, 几代玩家的剑侠情缘梦。

公司在二十多年的游戏发展历程中, 一直围绕着剑侠情缘这个 IP, 不断升级游戏的玩法和趣味性, 培养了众多剑侠忠实粉丝。西山居于 2013 年发布了剑网三, 连续两年营收实现 100% 的增长, 创下端游市场的奇迹。

图表 12：西山居游戏的影响力



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.2.2. 西山居制作精品游戏 IP 的能力得到互联网巨头的认可

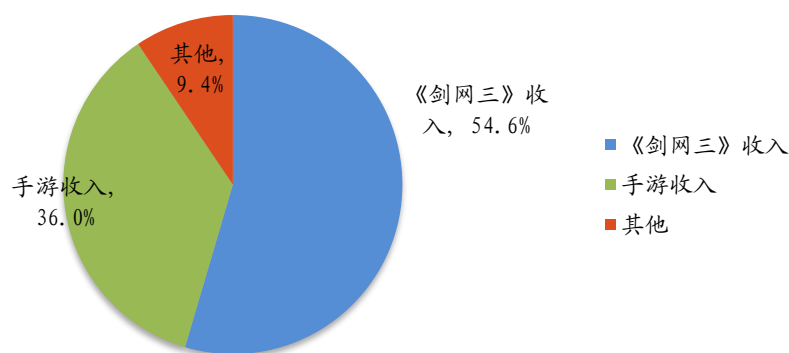
参考中娱智库客户端游戏的市场规模，我们测算在端游领域，2017 年西山居的市场份额达到了 3%。

2014 年，西山居获得小米科技 2000 万美元的融资。2017 年，腾讯以 1.43 亿美元战略入股西山居，持股比例达 9.9%。显示西山居制作精品游戏 IP 的能力得到互联网巨头的认可。

3.2.3. 网络游戏收入占比

公司的游戏收入占比，精品 IP 收入占比较重。截止到 2018Q1，端游方面，《剑网三》的收入占比为 54.6%，是公司网络游戏的主要收入来源。手机游戏收入占 36%，其中《剑侠情缘》手游是公司的主要精品手游 IP，贡献较大部分的手机游戏流水。

图表 13：公司网络游戏收入占比



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

3.3. 精品 IP《剑网三》是公司的现金牛

3.3.1. 收费方式以时间付费为主

剑网三的收费模式主要以时间付费和道具付费两种模式。其中时间收费按照点卡和月卡两种收费方式。

点卡收费方式：点卡为上线产生费用，价格为 0.45 元/小时。15 元点卡 2000 分钟、30 元点卡 4000 分钟、50 元点卡 6667 分钟，

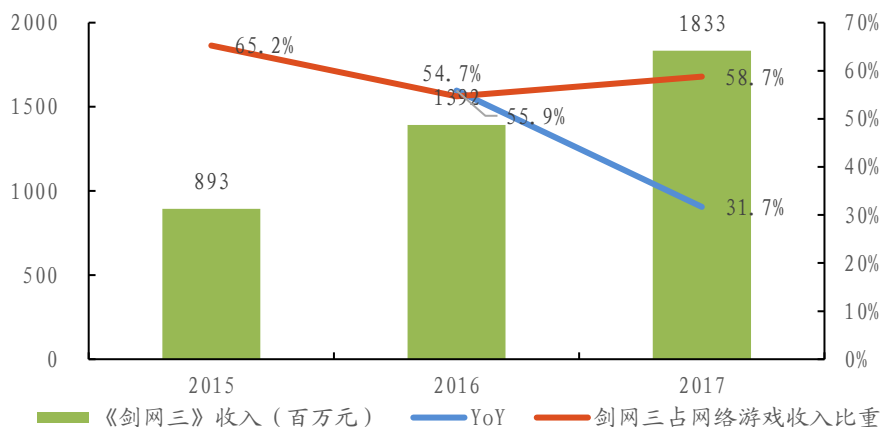
月卡收费方式：月卡为连续不间断付费，平均 2 元/天。15 元 7.5 天，30 元 15 天、50 元 25 天、100 元 50 天、500 元 250 天。

道具收费模式：剑网三目前采取的道具收费主要集中在皮肤等不影响虚拟角色战力或等级的物品收费，如皮肤美化等。我们认为从端游的角度看，人民币玩家通过购买道具提升战力或等级，有悖于游戏的公平性，影响玩家的游戏体验，甚至整个游戏的生命周期，因此《剑网三》从游戏公平性的角度出发，聚焦于忠实玩家，提升游戏体验。

3.3.2. 《剑网三》收入快速增长

《剑网三》近三年的收入快速增长。2017 年收入达 18.33 亿元，占网络游戏收入的比重达 58.7%，YoY +31.7%。

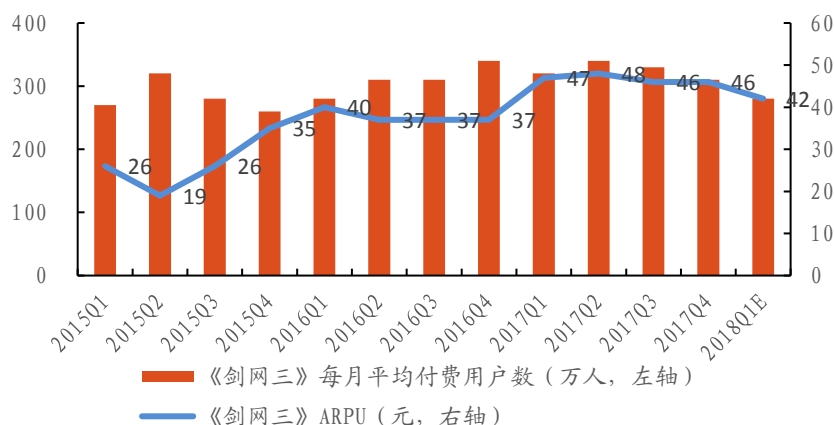
图表 14: 剑网三收入规模、增速及网络游戏收入占比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

得益于《剑网三》付费人数维持高位, 且 ARPU 值不断提升, 《剑网三》的收入呈现快速增长。一方面, 强大的游戏 IP 及黏性一直让游戏呈现较高的活跃度, 另一方面, 老玩家的付费能力也在持续提升, 共同推动了《剑网三》的收入增长。

图表 15: 付费人数维持与 ARPU 值的提升



资料来源: 公司资料, 东方财富证券研究所

3.3.2. 静待《剑网三》重置版的持续优化

《剑网三》重制版已于去年年底上线。重置版采用自主研发的引擎, 通过 PBR 物理渲染技术来展现独树一帜的中国风, 并适当在玩法上做了一些改进, 并在画质优化上做了很大改进, 同时发布了基于画质效果的 5 个版本, 分别是最简画质、高效画质、电影画质、极致画质、极致 2K。重置版比老版提升的重点就是画质, 如果玩家想要下载极致 2K 版本, 获得良好的游戏体验, 其对 CPU、内存、显卡的要求极高。另外, 重置版的整个安装容量达 80G, 导致很多玩家望而却步, 一些付费玩家放弃安装, 从而造成付费玩家人数及 ARPU 值的下降。《剑网三》2018Q1 的平均每月付费用户数降至 280 万, ARPU 值也小幅下降至 42 元。

根据我们和公司的沟通中了解到, 公司将采用新的策略, 通过陆续发布较小容量的安装包来替代原先的重置版的完整安装包。玩家将根据当前的游戏场

景下载需要的安装包，从而缓解重置版对电脑及系统要求过高的问题。从新的测试版客户端的说明来看，玩家不需要下载全部的内容能够，而是下载 5G 即可进入游戏，8G 可以流畅体验全部游戏内容，资源内容按需下载，在一定程度上缓解了《剑网三》要求过高的问题。

图表 16：剑网三重置版的客户端下载说明



经典客户端说明

- 1、经典客户端包含所有高清资源，总大小80G左右。
- 2、官方下载器下载支持断点续传及P2P加速技术，多线路同时下载，以保证最大下载速度，并自动校验已下载文件的完整性，推荐使用。
- 3、迅雷链接下载由迅雷官方提供支持，包含迅雷会员加速功能，支持自动校验文件。

资料来源：《剑网三》官网，东方财富证券研究所

图表 17：新客户端下载说明



新客户端Beta版（5G即可抢先体验）说明

采用全新pakV4架构，运用流式下载技术，拥有以下特色：

- 1、下载5G左右即可进入游戏，抢先体验游戏内容。
- 2、总下载8G左右即可流畅体验全部游戏内容。
- 3、所有资源内容按需下载，根据体验内容的不同，最终客户端大小也将变为8G-60G不等。
- 4、非强制类更新无需等待下载更新包，可抢先进入游戏。
- 5、优化CPU负载和硬盘读写频率，运行性能开销降低。
- 6、可根据自身所需的地图和画质，对客户端进行定制瘦身操作。（经典客户端不支持该功能）

资料来源：《剑网三》官网，东方财富证券研究所

我们预计《剑网三》有望在下半年迎来转变。原因在于：1）6月底会有新的安装包上线；2）预计暑期会有较多活动，《剑网三》的玩家以年轻人为主，假期影响也是原因之一；3）10月份《剑网三》将会有新的资料片推出，而去年10月份是没有资料片推出的。

3.4. 手机游戏

3.4.1. 公司的手游产品

公司的手游产品众多，截止到2018Q1，手机游戏收入占网络游戏的比重已经占到公司网络游戏收入的36%。

图表 18：公司手游产品

游戏名称	发行时间	游戏名称	发行时间
剑侠世界2	2018.01	成吉思汗	2017.03
小米枪战	2017.10	少女咖啡枪	2016.11
魔域手游	2017.10	剑侠世界手游	2016.09
鬼吹灯	2017.08	剑侠情缘手游	2016.05
楚乔传	2017.07	全民神将	2015.09

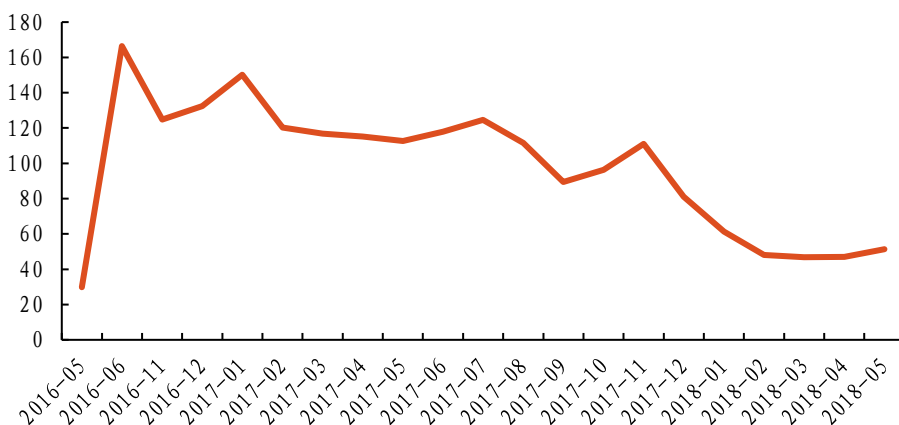
资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

3.4.2. 《剑侠情缘》手游成为公司精品手机游戏

《剑侠情缘》手游是公司手机游戏中的精品游戏，同时也是公司手机游戏的主要收入来源。

根据 QuestMobile 的数据，《剑侠情缘》手游的月活自上线后的长达一年的时间里，维持了百万以上的月活，显示其做为精品手游，得到玩家的青睐。截止到 2018 年 4 月底，其月活数开始触底回升，2018 年 5 月的月活数则进一步上涨。

图表 19: 《剑侠情缘》手游月活趋势

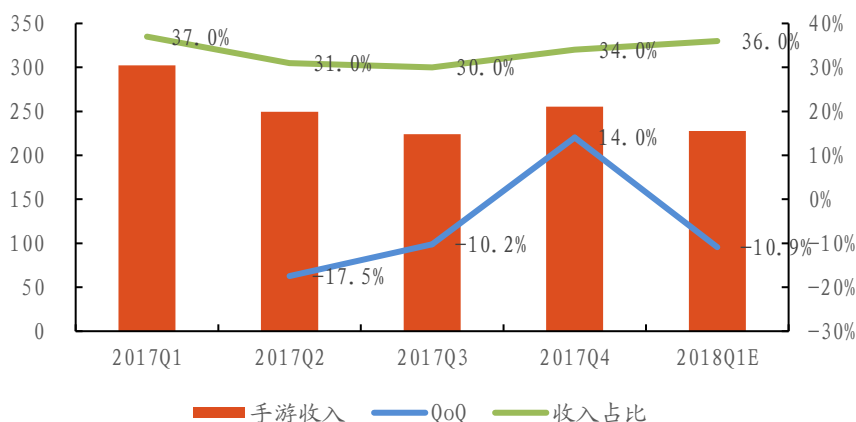


资料来源: QuestMobile, 东方财富证券研究所

3.4.3. 从手游收入有望维持稳定

我们观察近五个季度的手机游戏收入情况，环比增速波动较大，但在网络游戏的收入占比一直维持在 30%以上，2018Q1 则进一步提升至 36%。我们从近期跟踪的公司主要手游的月活数，特别是《剑侠情缘》手游的月活数，我们预计公司现有手机游戏的收入情况将保持稳定。

图表 20: 手游收入、增速及收入占比 (百万元)



资料来源: QuestMobile, 东方财富证券研究所

3.4.4. 新手游值得期待

公司有望在今年下半年推出三款重磅手游，分别是《云裳羽衣》、《剑网3 指尖江湖》、《剑网2 剑歌行》。其中公司预计《云裳羽衣》和《剑网3 指尖江湖》有望分别于2018年6月底和2018年9月开始公测。三款游戏均由腾讯代理运营。

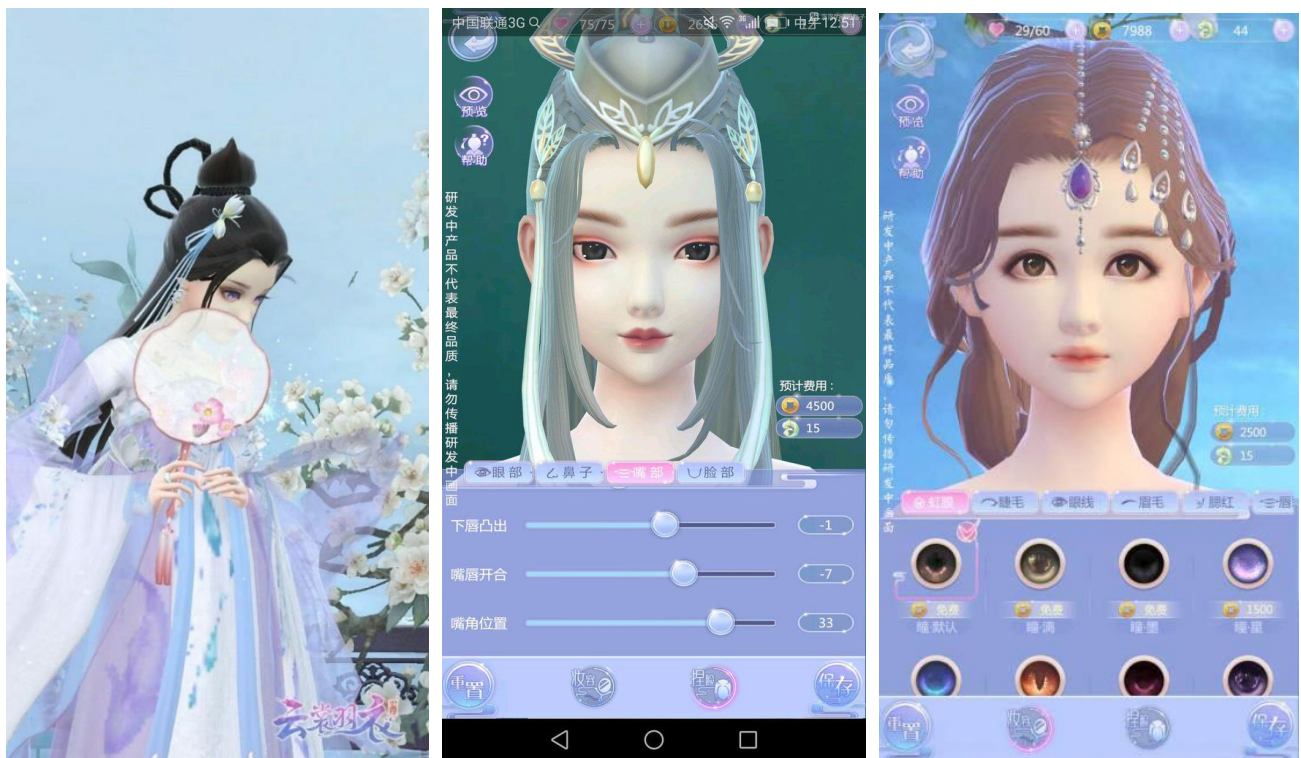
《云裳羽衣》：《云裳羽衣》是剑侠情缘系列首款3D古风恋爱换装养成类手游，玩家将和女主角一起在剑三的世界中开启冒险旅行，穿搭收集不同的时尚服饰，解决各种难题。主要面向女性玩家。游戏的特色是动态换装、古风、门派、捏脸、邂逅等。

图表 21:《云裳羽衣》宣传图



资料来源：《云裳羽衣》官网，东方财富证券研究所

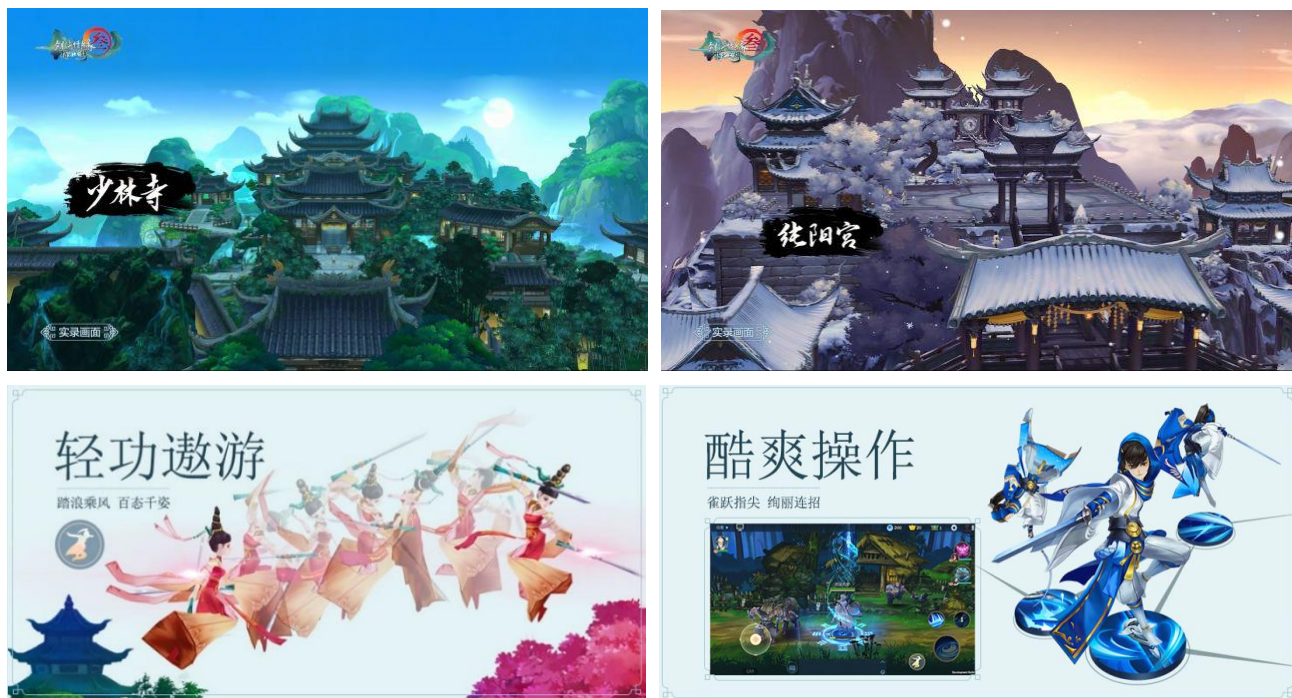
图表 22:《云裳羽衣》内测图



资料来源：《云裳羽衣》官网，东方财富证券研究所

《剑网3 指尖江湖》：该游戏继承了西山居游戏的经典，展现出了唯美的国风画面，此外，在设计上对细节更加注重，比如轻功遨游时的千姿百态。在操作上，也更符合手游的习惯。

图表 23：《剑网3 指尖江湖》内测图



资料来源：《剑网3 指尖江湖》官网，东方财富证券研究所

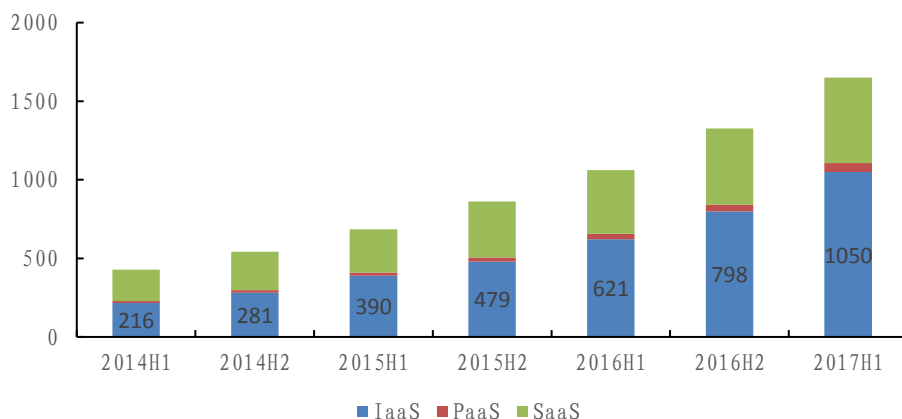
4. 金山云

4.1. IaaS 规模快速发展，前景广阔

4.1.1. IaaS 在中国是市场规模最大，增速最快的云计算细分行业

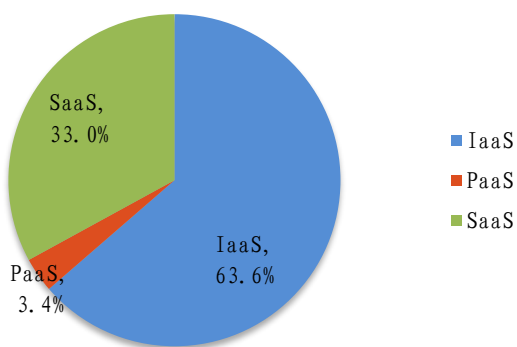
根据 IDC 的统计，2017H1 中国云计算市场总规模达 16.5 亿美元，同比增长+55.5%，环比增速 24.4%。其中，IaaS 的规模为 10.5 亿美元，占比达 63.6%，环比增速 31.6%。

图表 24: 中国云计算市场规模 (百万美元)



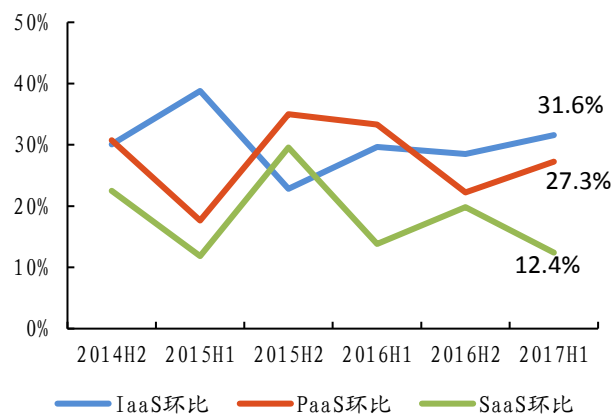
资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

图表 25: 云计算细分行业规模占比



资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

图表 26: 云计算细分行业环比增速

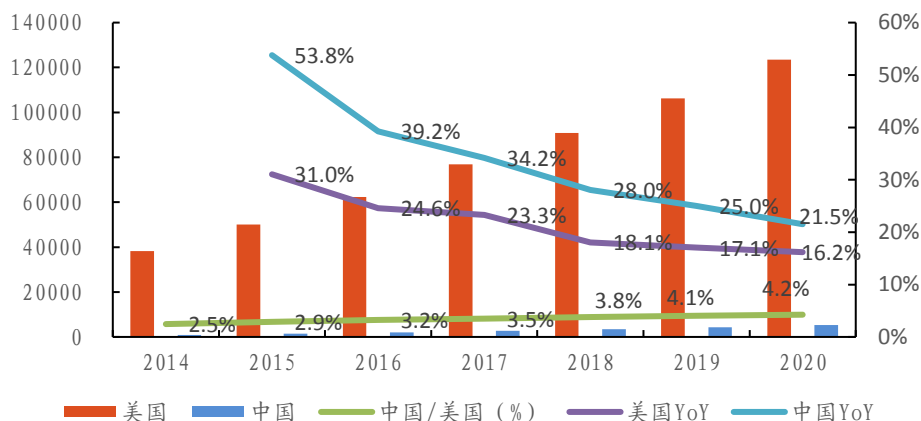


资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

4.1.2. 中国公有云市场空间广阔

从目前来看, 中国的公有云市场的整体规模仅为美国的 3.2%, 但从增速来看, 中国公有云市场的整体增速在 2017 年近 40%, 远超美国同期的 24.6%。我们参考 IDC 的预测, 2020 年美国公有云市场规模达 1235 亿美元, 预计中国公有云的全球市场份额会持续提升, 中国/美国的公有云比值有望在 2020 年提升至 4.2%。

图表 27: 中美公有云市场规模及增速比较 (百万美元)



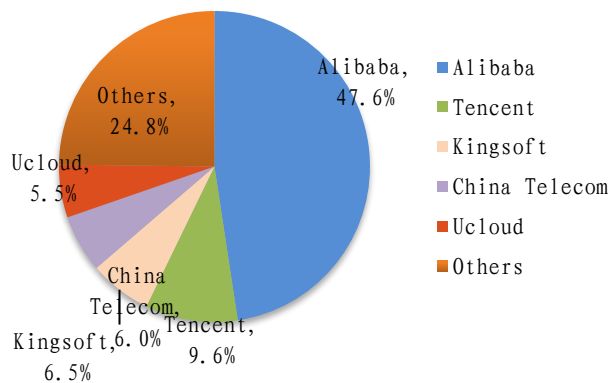
资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

4.2. 公司有望成为中国云计算市场的头部公司

4.2.1. 金山云是国内第三大 IaaS 服务提供商

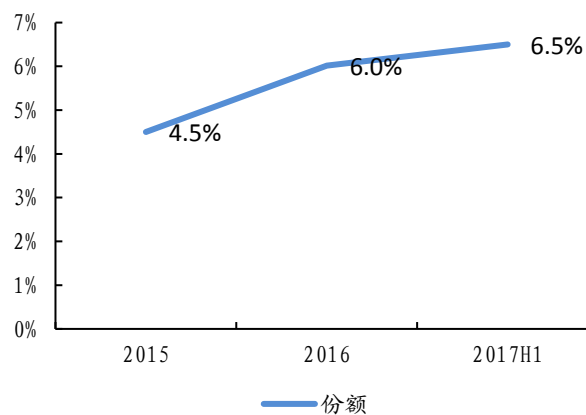
根据 IDC 的数据, 金山云在中国 IaaS 服务提供商的市场份额排名由 2015 年的第五名提升至 2017H1 的第三位, 市场份额提升至 6.5%。

图表 28: 2017H1 中国 IaaS 服务厂商市场份额



资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

图表 29: 金山云的市场份额

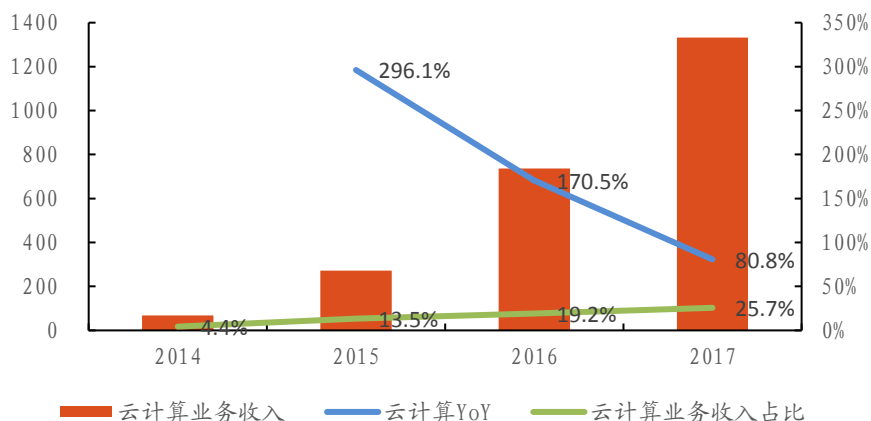


资料来源: IDC, 东方财富证券研究所

4.2.2. 金山云业务收入快速增长

公司的云计算业务收入呈现快速增长, 2017 年云计算业务收入达 13.33 亿, YoY +80.8%, 收入占比由 2014 年的 4.4% 提升至 25.7%, 显示云计算业务处于快速增长的势头。

图表 30：公司云计算业务收入（百万元）



资料来源：公司年报，Choice，东方财富证券研究所

5. 金山办公

5.1. 金山办公的产品

公司向各行业客户提供包括 WPS Office 办公软件和金山词霸在内的软件产品。包括 WPS 文字、WPS 表格、WPS 演示、PDF 阅读等 Office 产品组件。

图表 31：金山办公的产品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

5.1.1. WPS Office 桌面版

WPS Office 桌面版，包括个人版和专业版。

个人版：体积小、易操作，素材丰富；

专业版：主要针对组织级客户研发的产品，提供成熟的二次开发平台，能够在政府和企业客户的 OA、ERP 及其他应用系统中进行集成应用，并通过应用认证。

WPS Office 国产化版，主要是基于国产整机平台和国产操作系统平台而研发的办公应用软件，目前已全面支持龙芯、飞腾、兆芯、申威等国产芯片和中标麒麟、中科方德等国产操作系统。此外，WPS Office 国产化版遵循符合国家标准的专用文档，支持 UOF、OFD 文档格式，实现国产办公软件的自主可控。

WPS Office 移动版，主要分为移动个人版和移动专业版。

移动个人版：体积小、速度快，适应手机阅读模式。

移动专业版：针对组织级客户研发的移动办公软件产品，提供基于移动平台下的二次开发接口，保证文档在产生、协同、分享及与其他应用通信过程中的信息安全。

金山词霸：主要是一款以中英互译为主的电子词典及在线翻译软件。收录了包括《牛津词典》、《现代英汉综合大辞典》等众多权威词典，可以进行英式/美式的真人发音模拟朗读，并支持多语种文章翻译及屏幕取词等功能。

5.1.2. WPS 的商业模式

1、办公增值服务。办公增值服务主要有个人办公增值服务和企业办公增值服务。

个人办公增值服务，为 WPS Office 为注册用户及个人会员提供包括漫游、个人云文档、稻壳儿云模板、文档转化、文档修复、文档美化、文档皮肤等功能。收费模式：分为每月 3 元、10 元、50 元不等收取。

企业办公增值服务，为组织级客户提供专业、定制化的增值服务，包括 WPS+ 企业云服务，其中包括企业云文档、企业云协作等，此外还有文档安全的服务。机构客户的订阅主要针对中小企业，收费方式为 168 元/人/年和 365 元/人/年。

2、互联网广告推广服务

互联网广告推广服务主要采取免费+广告的方式，为广告客户带来商机。广告的展现方式包括封面、弹窗、开屏等。

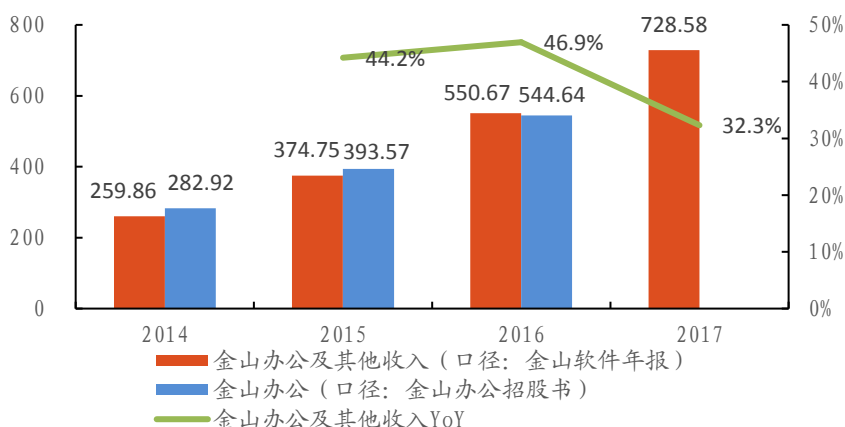
3、产品授权。主要是按照产品授权数量收费。

5.2. 金山办公有望持续维持高景气度

5.2.1. 金山办公收入持续增长

按金山软件年报披露口径看,金山办公及其他业务收入 2017 年为 7.29 亿, YoY +32.3%。我们从金山办公的 A 股招股说明书的口径看,金山办公 2016 年的收入为 5.45 亿,较同期金山软件年报金山办公软件及其他的口径仅差 600 万,可见金山办公收入基本等同于金山办公及其他。

图表 32: 金山办公及其他业务收入 (百万元)

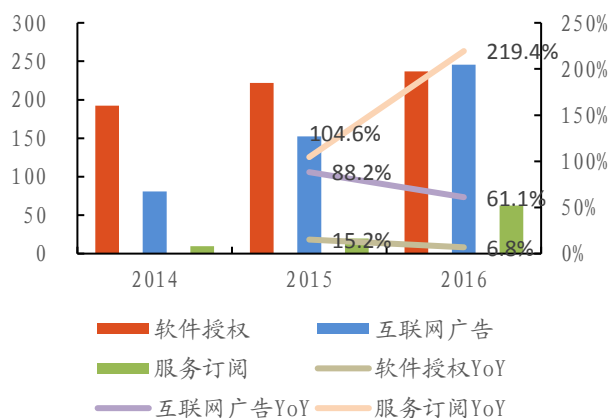


资料来源: 公司年报, 金山办公招股书, 东方财富证券研究所

从金山办公各项业务拆分上看,互联网广告推广的收入在 2016 年超过了办公软件授权业务收入,成为公司最大的收入来源,而办公服务订阅收入虽然占比相对较小,但增速很快。从同比增速看,服务订阅 2016 年 YoY +219.4%,互联网广告推广 YoY +61.1%,办公软件产品授权 YoY +6.8%。

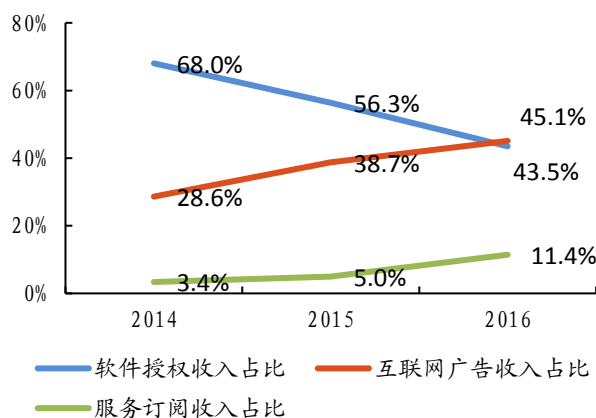
从收入占比看,软件产品授权收入占比不断下降,而互联网广告推广收入占比及办公服务订阅收入占比不断提升。

图表 33: 金山办公各项业务收入及增速 (百万元)



资料来源: 金山办公招股书, 东方财富证券研究所

图表 34: 金山办公各项业务收入占比



资料来源: 金山办公招股书, 东方财富证券研究所

5.2.2. 政策持续加大对国产软件的扶持力度

基础办公软件作为软件的基础部门，有望从软件国产化战略举措中受益。目前信息化及国产软件已经提高到重要的战略举措，国务院及有关部门也先后颁布了一系列政策，为行业提供良好的发展环境。

图表 35：针对软件的相关政策

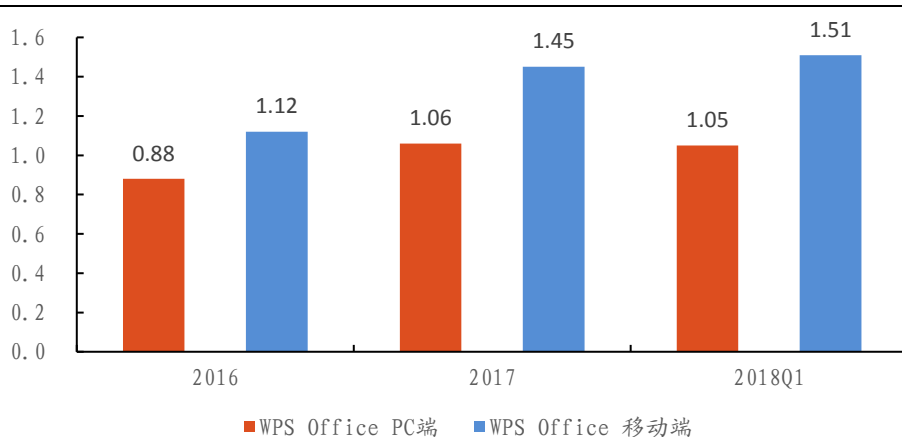
	法规名称	发布机构	主要内容
2011.10	《关于软件产品增值税政策的通知》	财政部、国家税务总局	延续了财税[2000]25号文对于软件企业增值税的优惠政策，规定软件企业销售自产软件产品按17%税率征收增值税后，对其增值税实际税负超过3%的部分实行即征即退政策
2013.05	《关于印发〈政府机关办公通用软件资产配置标准（试行）〉的通知》	财政部	政府机关配置办公通用软件资产，应当遵循安全性、适用性、经济性和正版化的原则。不得配置非正版软件。政府机关配置办公通用软件资产，应当遵循规定的价格标准
2013.08	《国务院办公厅关于印发政府机关使用正版软件管理暂行办法的通知》	国务院办公厅	规定各级政府机关的计算机办公设备及系统必须使用正版软件，禁止使用未经授权和未经软件产业主管部门登记备案的软件。且各级政府机关工作人员不得随意在计算机办公设备及系统中安装或卸载软件等细则
2015.08	《关于做好推进民营企业使用正版软件工作有关事项的通知》	全国工商联办公厅、国家版权局办公厅	要求民营企业要加强软件资产管理，各级企业要建立使用正版软件工作机制，落实工作责任，确定责任人，将使用正版软件工作与企业信息化建设相结合；要建立软件资产台账，实现软件资产采购、升级、删除等环节的全面管理，不断健全长效机制
2016.07	国家版权局办公厅关于印发《正版软件管理工作指南》的通知	国家版权局办公厅	《指南》规定了软件正版化工作责任制度、软件日常使用管理规定、软件配置管理规定、软件台账管理规定。明确软件使用管理台账种类和管理办法、软件安装维护管理规定等细则

资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

5.2.3. 市场份额有望持续提升

WPS的月活数持续增长。从WPS的合并月活数上看，由2016年的2亿提升至2018Q1的2.56亿。其中移动端的月活数达1.51亿，PC端超过1亿。月活数的持续提升，为WPS持续货币化提供了基础。

图表 36：PC与移动端的月活数（亿）



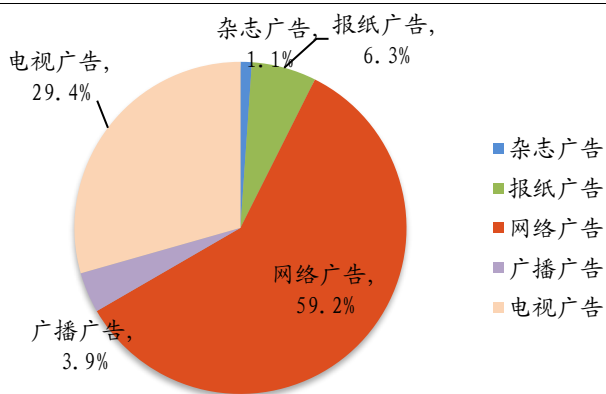
资料来源：公司资料，东方财富证券研究所

市场份额的持续提升：随着政府进一步加强对软件国产化的扶持力度及 WPS 的月活数持续增长，我们预计在办公软件领域，WPS 市场份额有望持续提升。根据计世资讯的统计，2016 年中国基础办公软件市场规模为 71.48 亿元，预计到 2021 年，整体规模将达到 109.18 亿元，复合增速为 8.8%。金山办公在招股书中表示 2016 年 WPS 的市场份额为 27.81%，我们预计未来 WPS 的市场份额会进一步提升。

5.2.4. 互联网广告业务快速发展

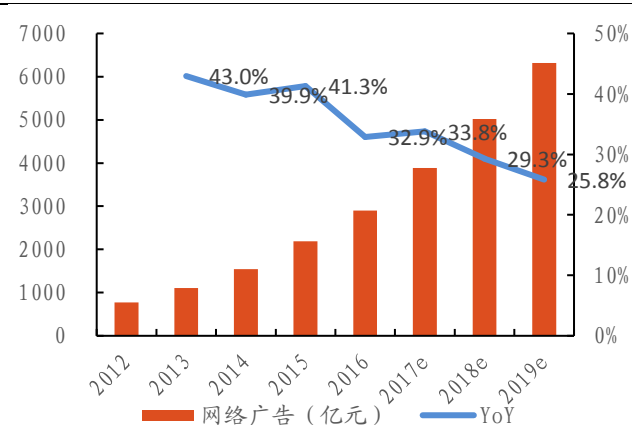
中国互联网广告业务发展迅猛。2015 年中国的网络广告收入占比就接近 60%，超过其他广告投放渠道的总和。从网络广告的收入及增速上看，2016 年中国网络广告市场规模已达 2902.7 亿元，同比增长 32.9%。根据艾瑞的测算，预计到 2019 年有望达到 6319.9 亿元。

图表 37：各项广告形式收入占比



资料来源：艾瑞，东方财富证券研究所

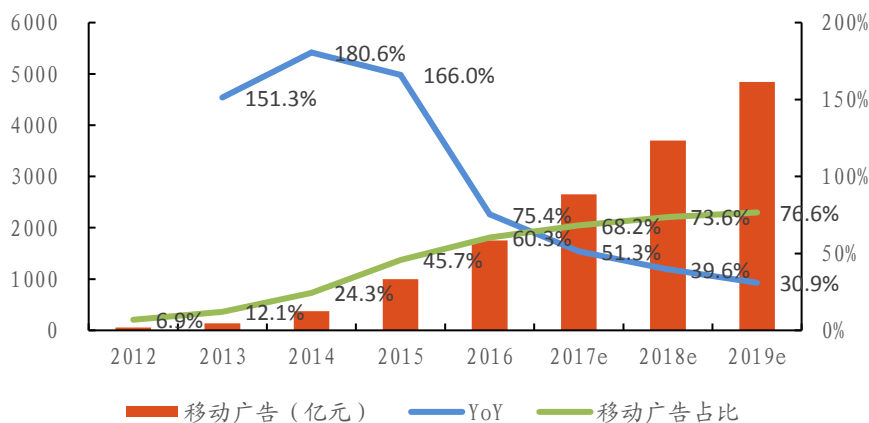
图表 38：网络广告收入及增速



资料来源：艾瑞，东方财富证券研究所

受益于移动终端的快速增长，移动广告迎来了爆发式增长。截止到 2016 年，移动广告收入规模达 1750 亿元，占网络广告的比重提升至 60.3%，预计到 2019 年，这一占比将达到 76.6%，增速仍将维持在 30% 以上。

图表 39：移动广告收入、增速及占比



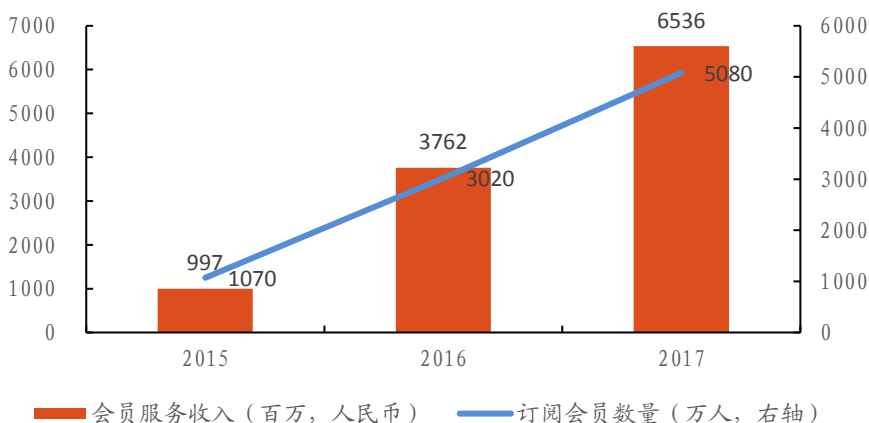
资料来源：艾瑞，东方财富证券研究所

5.2.5. 付费习惯的改变及 SaaS 的快速发展有望促使用户为使用付费

随着国人收入的持续提升及对知识产权的日益重视，中国人在付费习惯上出现改变。例如在视频分享网站领域，越来越多的收入来自于用户的订阅付费。我们预计这一趋势将得到强化。

爱奇艺的案例在一定程度上体现了中国人付费习惯的改变。2015 年，爱奇艺的会员服务收入仅 9.97 亿，订阅会员人数为 1070 万，到 2017 年，相关收入和人数分别达到 65.36 亿和 5080 万人，两年时间分别增长了 556% 和 375%。

图表 40: 爱奇艺的会员服务收入 (订阅) 及订阅会员数量

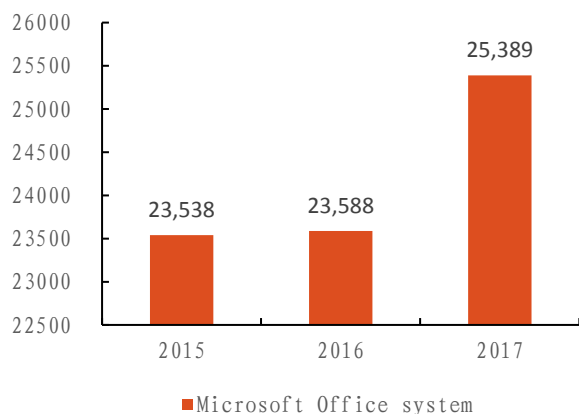


资料来源: 爱奇艺招股书, 东方财富证券研究所

而在办公软件订阅付费领域，微软的 Office 365 的成功为公司的 WPS Office 订阅服务提供了良好的参考。2016 财年 (2016.06.30)，微软的 Office 服务收入同比几乎没有增长，而到 2017 财年 (2017.06.30)，其收入突然增长 7.6%，其中主要原因是受益于 Office 365 收入增长带动。

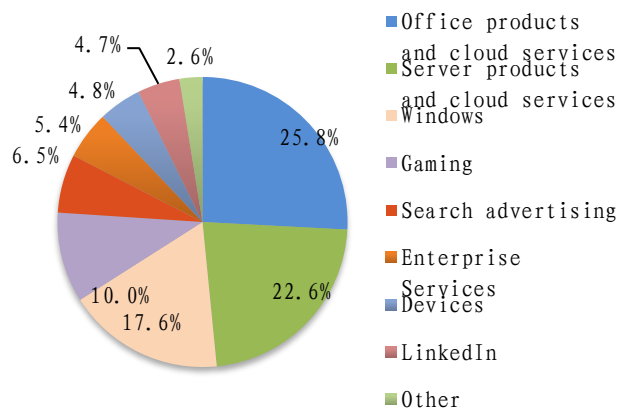
截止到 2018Q3，微软的 Office 办公产品及云服务收入占比达 25.8%，成为微软的第一大收入来源。

图表 41: 微软 Office 服务收入 (百万美元)



资料来源: 微软财报, 东方财富证券研究所

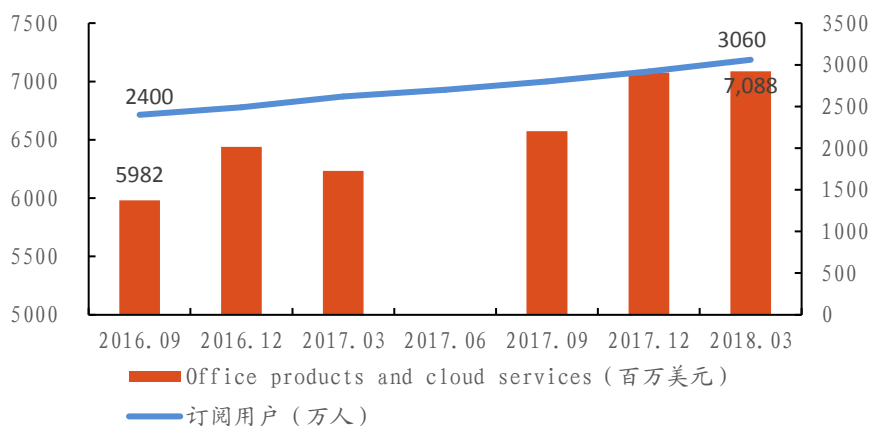
图表 42: 微软各业务收入占比



资料来源: 微软财报, 东方财富证券研究所

Office 办公产品及服务收入从 2016 年 9 月 (2017 财年 Q1) 的不到 60 亿美元增长至 2018 年 9 月的 71 亿美元, 订阅用户人数也从 2400 万增长至 3060 万人, 并且这一升势有望延续。

图表 43: 微软的办公产品及云服务收入与其订阅用户人数



资料来源: 微软年报, 东方财富证券研究所

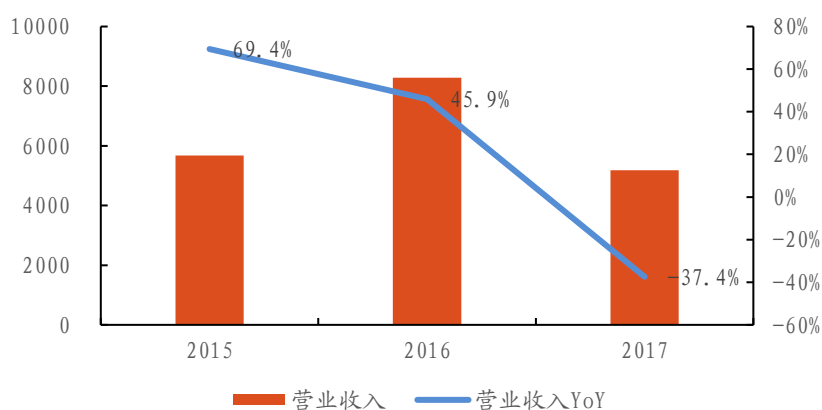
微软 Office 365 的成功为 WPS 的用户订阅收入增长提供了较强的借鉴意义。随着 WPS 订阅收入及订阅用户数的持续增长, 我们预计 WPS 受益于产品云化带来的红利。

6. 财务分析

6.1. 营业收入

公司营业收入在 2015、2016 年均维持较快增长, 而 2017 年为-37.4%, 主要原因是猎豹移动不再并表所致。剔除猎豹移动不再并表的影响, 公司 2017 年公司持续经营业务 YoY +35.2%。

图表 44: 营业收入及增速 (百万元)



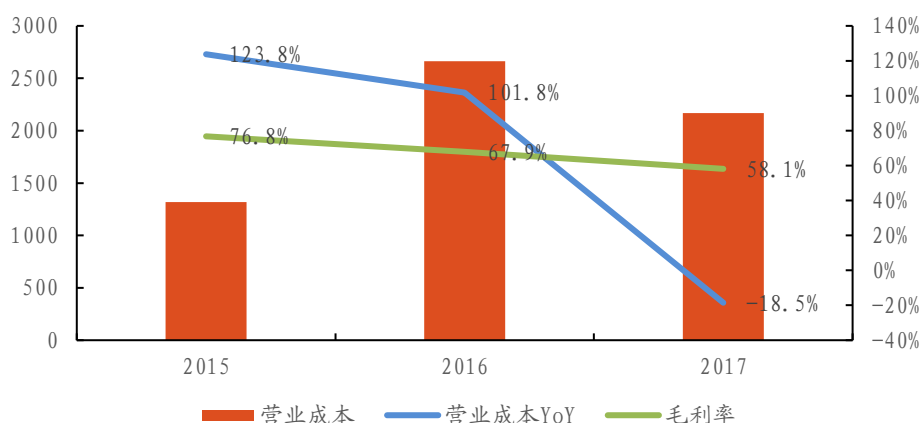
资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

6.2. 营业成本及毛利率

营业成本：营业成本的增长主要因为云服务用户的使用量增加，公司持续投入带宽及互联网数据中心，导致营业成本的增加。2017 年营业成本下降主要原因是猎豹移动不再并表所致，剔除该影响，2017 年公司持续经营业务的营业成本较上年增长 68%。

毛利率：营业成本的增长导致公司的毛利率出现下降。

图表 45：营业成本（百万元）、增速及毛利率



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

6.3. 费用

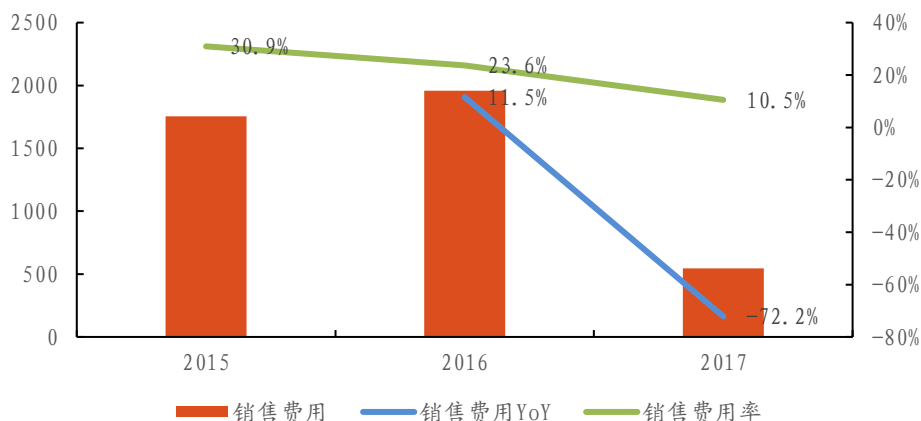
6.3.1. 销售费用

销售费用：销售费用的增长主要是网络游戏的市场推广、广告费用的增加及人员成本的增加所致。

销售费用增速：2017 年销售费用增速下降主要原因是猎豹移动不再并表所致，剔除该影响，2017 年公司持续经营业务的销售费用较上年增长 69%。

销售费用率：销售费用率的下降一方面是移动猎豹不再并表，此外公司加强了对销售费用的控制。

图表 46: 销售费用、增速及销售费用率 (百万元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

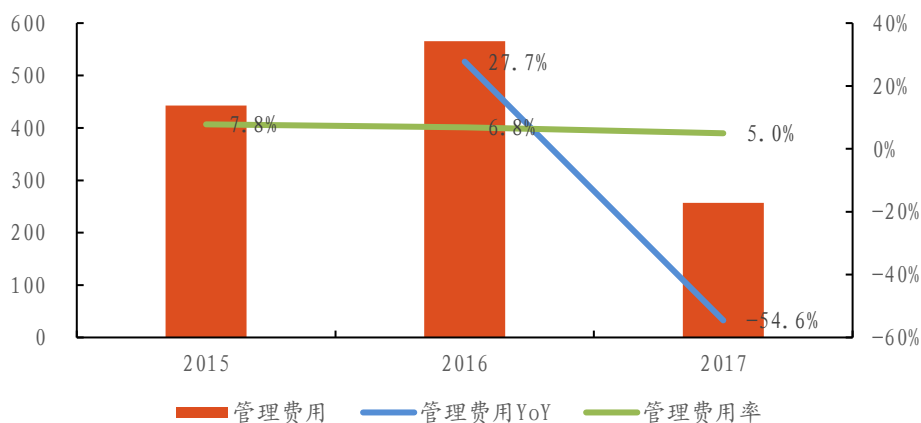
6.3.2. 管理费用

管理费用: 管理费用的增长主要是人员成本的增加所致。

管理费用增速: 2017 年管理费用增速下降主要原因是猎豹移动不再并表所致, 剔除该影响, 2017 年公司持续经营业务的管理费用较上年增长 30%。

管理费用率: 管理费用率的下降一方面是由于移动猎豹不再并表, 此外公司加强了对管理费用的控制。

图表 47: 管理费用、增速及管理费用率 (百万元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

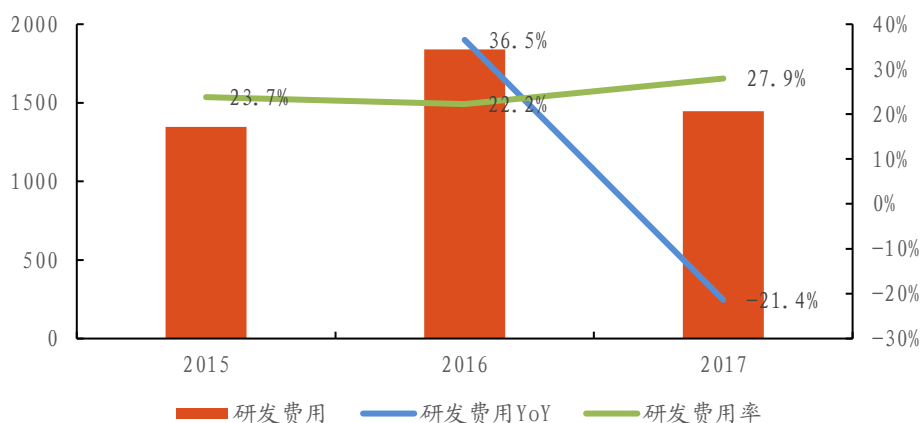
6.3.3. 研发费用

研发费用: 研发费用的增长主要是研发人员增加及薪酬增长所致。

研发费用增速: 2017 年研发费用增速下降主要原因是猎豹移动不再并表所致, 剔除该影响, 2017 年公司持续经营业务的研发费用较上年增长 33%。

研发费用率: 研发费用率的增长一方面是由于移动猎豹不再并表, 此外公司加强了对研发的投入。

图表 48: 研发费用、增速及研发费用率 (百万元)

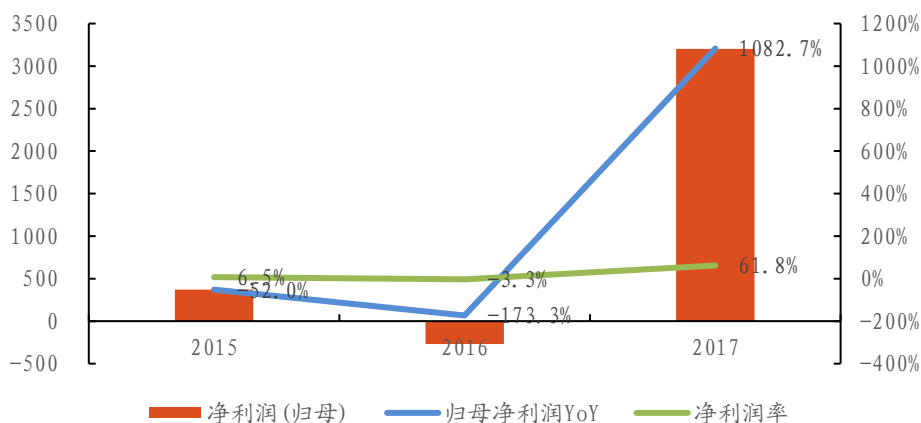


资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

6.4. 归母净利润

公司归母净利润、增速及净利润率变动较大, 2016 年大幅下降主要原因公司对世纪互联和迅雷的账面值计提减值拨备。2017 年的大幅增长主要原因是公司视作猎豹移动出售对公司 2017 年当期利润的影响。

图表 49: 归母净利润、增速及净利润率 (百万元)



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

7. 盈利预测与估值

7.1. 盈利预测

7.1.1. 核心假设

1) 在《剑侠三》重置版进一步优化后及《云裳羽衣》开始公测后，我们预计每月平均付费用户人数有望在Q3迎来环比回升，同时公司游戏整体的ARPU保持稳定。预计2019、2020网络游戏收入增速小幅提升。

2) 我们预计公司2018Q2开始云业务付费客户数维持环比12%的增长至2018年底，同时我们预计单个云客户平均付费总体维持稳定。我们预计2019、2020年收入增速分别为48%、45%。

3) WPS我们参考公司给出的收入YoY +40%的指引，并预计2019、2020年收入增速均为35%。

4) 随着云计算的快速发展，并参考一季度的研发费用率，我们预计公司2018年的研发费用率将维持在30%左右。2019、2020年研发费用率有望回落。

7.1.2. 盈利预测

图表 50: 盈利预测

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,181.30	6,736.93	8,906.57	11,706.54
YoY	35.2%	30.0%	32.2%	31.4%
网络游戏	3,120.19	3,594.46	4,241.46	5,004.92
YoY	22.6%	15.2%	18.0%	18.0%
占收入比重	60.2%	54.3%	49.4%	44.8%
云服务	1,332.53	2,002.16	2,963.19	4,296.63
YoY	80.8%	50.3%	48.0%	45.0%
占收入比重	25.7%	30.3%	34.5%	38.5%
办公软件及其他	728.58	1,020.01	1,377.02	1,858.97
YoY	32.3%	40.0%	35.0%	35.0%
占收入比重	14.1%	15.1%	15.5%	15.9%
归母净利润	3,201.82	701.61	936.17	1,291.72
YoY	1082.7%	-78.1%	33.4%	38.0%
净利润率	61.8%	10.6%	10.9%	11.6%

资料来源：东方财富证券研究所

7.2. 绝对估值

根据DDM模型，预计公司每股的价格在28.26港元。

图表 51: DDM 模型预测

市场收益率	7.80%
无风险利率	3.62%
风险溢价	4.18%
股票 beta	1.15
永续增长	5.00%
折现率	8.43%
每股价值（人民币）	28.26

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

备注: DDM 模型为东方财富证券研报海外个股报告完整性的一部分, 预计价格仅供参考。

7.3. 相对估值

我们采用分部估值法。游戏业务我们参考可比公司PE, 给予2018年13倍PE; 金山云: 我们给予该业务5倍P/S; 办公软件: 考虑到该业务在国内有一定稀缺性, 且即面向C端, 又面向B端, 并已计划在A股上市, 我们参考东财指数分类, A股市场计算机软件指数的平均估值为47.25X, 我们保守给予该业务35X PE; 我们给予公司分部累加0.85倍折让。

我们略微下调公司未来十二个月的目标价到27.4港元, 距目前股价尚有17.85%的上涨空间, 继续维持公司“增持”的投资评级。

图表 52: 分部估值

	估值方式	倍数	持股比例	市值（百万港元）	每股价值（港元）
游戏	PE	13	67%	21440	15.61
金山云	P/S	5	51%	9136	6.65
办公软件	PE	35	67%	13664	9.95
整体倍数	0.85			公司估值	27.4

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 53: 游戏、办公软件、云业务公司估值比较

代码	公司	股价单位	2018PE	2019PE	股价
MSFT.O	微软	美元	26.1	25.0	100.4
AMZN.O	亚马逊	美元	136.8	85.4	1715.7
BABA.O	阿里巴巴	美元	38.1	28.0	202.0
00700.HK	腾讯控股	港元	35.2	26.1	397.4
NTES.O	网易	美元	31.4	27.0	259.4
002624.SZ	完美世界	人民币	21.7	17.8	31.0
00388.HK	金山软件	港元	28.6	21.0	24.0
	平均		45.4	32.9	

资料来源: Bloomberg, 雅虎财经, Choice, 东方财富证券研究所

8. 风险提示

游戏收入不及预期的风险；
云业务亏损加剧的风险；
WPS 收入及盈利不及预期的风险；
金山办公上市进度受阻的风险。

图表 54：利润表（百万元人民币）

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5181	6617	8582	11161
营业成本	2169	2764	3435	4267
毛利	3012	3852	5147	6894
其他收入	294	240	240	240
销售及分销成本	545	721	1287	1841
行政开支	257	414	429	558
其他开支合计	1691	1804	2145	2790
资产重估盈余或减值	0	0	0	0
应占联营或合营公司溢利	172	170	170	170
财务成本	-83	187	280	280
影响税前利润的其他项目	-156	-100	-100	-100
利润总额	912	837	1114	1534
所得税	134	126	167	230
影响净利润的其他项目	2518	0	1	2
净利润	3297	712	947	1304
本公司拥有人应占净利润	3202	702	936	1292
非控股权益应占净利润	95	10	11	12

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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。

本研究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报告之外，绝大多数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，投资者需自行承担风险。

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。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。