

2020年08月27日

物联网平台供应商，掘金百亿 UWB 蓝海市场

浩云科技(300448)

事件概述

8月26日公司发布中期业绩报告，2020年H1实现营业收入1.26亿元，同比下降52.3%；归母净利润-0.43亿元，同比下降393.8%。

► Q2 单季接近盈亏平衡，下半年增长有望恢复

2020年H1公司营业收入1.3亿元，同比下降52.3%，其中Q2实现营收0.82亿元，同比下降31%，对比上季度营收的同比下降70%，降幅明显收窄。上半年受新冠疫情影响，在手订单的验收、交付延迟导致收款延迟。二季度后国内疫情控制较为稳定，公司各业务线条陆续复工。Q2净利润为-0.04亿元，已接近盈亏平衡。我们认为公司收入具备明显季节性，上半年利润占比仅10%。随着国内疫情的逐步控制，我们认为公司下半年增长有望明显恢复，带动全年业绩增长。

► 平安城市板块增长稳健，期间费用同比减少

1) 分产品看，物联网平台建设及解决方案、物联设备及软件销售与平安城市运营服务上半年分别实现营收0.66亿元、0.24亿元、0.31亿元；同比变化-63%、-53%、3%。平安城市板块受到疫情影响较小，营收稳健。2) 从期间费用看，销售费用上半年0.30亿元，同比下降10%；管理费用0.28亿元，同比下降27%。主要源于公司受疫情影响许多项目进度滞后，相应费用减少；财务费用56.8万元，同比增长519%，主要原因在于利息支出增加；上半年公司研发投入0.35亿元，同比下降6%。此外公司开发支出上增加了对研发项目软件定义物联网应用平台、物联网智慧管理平台(IOTMP)、IOTMP 移动端开发阶段的支出。

► 入股 UWB 上游芯片企业，标杆案例多场景落地

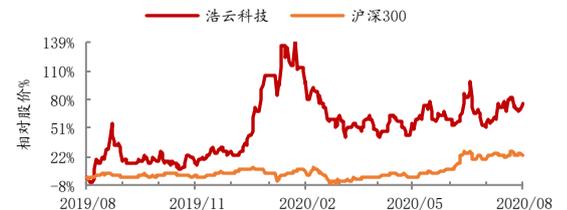
今年6月，公司通过投资方式入股了国产UWB上游芯片企业，逐步完善“芯片-模组-产品-平台-应用”的全产业链布局，在全产业链的组合作用下进一步进行成本控制，以期在引领行业发展的同时，实现业务快速增长。目前公司的UWB产品已经实现了监狱对服刑人员监控记录、对社区矫正人员轨迹跟踪的场景落地。公司正在积极探索其他领域如金融、核电、电力行业的应用和落地。根据物联传媒数据，2022年我国UWB企业级应用的市场体量将达到121.5亿元，行业高增且仍处蓝海市场，公司具备明显的先发优势和产品优势，有望持续受益于行业高景气。

投资建议：

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：14.03
最新收盘价：10.77

股票代码：300448
52周最高价/最低价：14.73/5.86
总市值(亿)：74.62
自由流通市值(亿)：50.04
自由流通股数(百万)：464.65



分析师：刘泽晶
邮箱：liuzj1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520020002
联系电话：

分析师：刘忠腾
邮箱：liuzt1@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050001
联系电话：0755-82533391

研究助理：孔文彬
邮箱：kongwb@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

研究助理：吴祖鹏
邮箱：wuzp1@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.23/0.28/0.35 元，对应 PE 为 46/38/31 倍。考虑到公司物联网平台的发展和 UWB 业务的放量，给予公司 2020 年 60 倍 PE，对应目标价 14.03 元，股价空间 30%，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：

1) 宏观经济或下滑的风险。2) UWB 产品应用推广或不及预期。3) 物联网平台研发进度不及预期。4) 项目收入延期确认导致业绩波动。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	765	784	921	1,161	1,431
YoY (%)	34.3%	2.5%	17.5%	26.1%	23.2%
归母净利润(百万元)	140	154	162	195	243
YoY (%)	26.1%	10.1%	4.9%	20.2%	24.7%
毛利率 (%)	46.5%	49.5%	50.8%	51.9%	52.5%
每股收益 (元)	0.20	0.22	0.23	0.28	0.35
ROE (%)	11.1%	10.8%	10.2%	10.9%	12.0%
市盈率	53.21	48.32	46.07	38.34	30.75

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. UWB+物联网管理平台双轮驱动，直面百亿蓝海市场.....	4
1.1. 上半年受疫情影响，持续加码智慧物联网数据平台.....	4
1.2. 加入 FiRa 联盟，2022 年中国 UWB 市场规模 120 亿元.....	5
2. 盈利预测与投资建议.....	7
3. 风险提示.....	8

图目录

图 1 2015-2020 年 H1 公司营业收入及增速变化.....	4
图 2 2015-2020 年 H1 公司归母净利润及增速变化.....	4
图 3 2015-2020 年 H1 营收构成（亿元）.....	4
图 4 2015-2020 年 H1 营收构成毛利率情况.....	4
图 5 2015-2020 年 H1 公司毛利率及净利率变化.....	5
图 6 2015-2019 年公司费用率变化.....	5
图 7 2015-2020 年 H1 公司研发费用及增速.....	5
图 8 2015-2019 年公司研发人员数及占比.....	5
图 9 中国物联网市场规模及预测.....	6
图 10 物联网终端市场规模预测.....	6
图 11 2019 年全球可穿戴市场占比.....	7
图 12 中国 UWB 企业级应用市场体量.....	7
图 13 2019 年中国 UWB 定位企业级应用市场细分领域分布.....	7

表目录

表 1 FiRa 联盟成员及行业地位.....	6
表 2 公司收入预测与业绩拆分（百万元）.....	8
表 3 可比上市公司估值表（元）.....	8

1. UWB+物联网管理平台双轮驱动，直面百亿蓝海市场

1.1. 上半年受疫情影响，持续加码智慧物联网数据平台

公司业务具有季节性特点，二季度业绩回暖，下半年业绩有望集中体现。公司主营业务包括物联网平台建设及解决方案、物联设备及软件销售以及平安城市运营服务等三大业务。近5年营业收入保持稳定增长，复合增速21%。2020年H1受疫情影响和公司季节性业务特点影响，公司营业收入为1.3亿元，同比下降52.3%，净利润为-0.4亿元，同比下降393.8%。公司二季度实现营收0.83亿元，净利润-362.3万元，业绩逐渐回暖。由于公司业务主要是to B和to G为主，收入具有明显的季节性特征，上半年利润仅占全年的10%，所以重点在下半年特别是四季度。随着国内疫情的逐步控制，我们认为公司下半年增长有望明显恢复。

图1 2015-2020年H1公司营业收入及增速变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

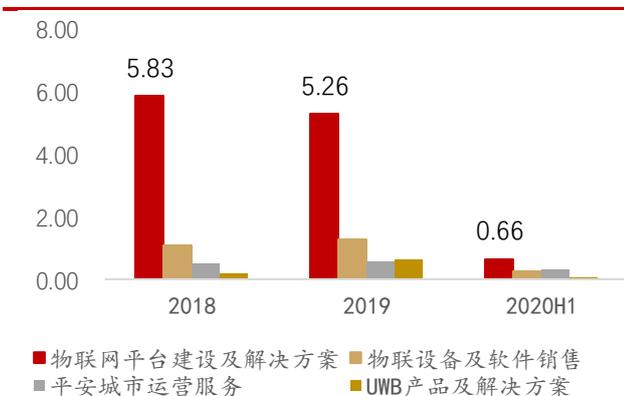
图2 2015-2020年H1公司归母净利润及增速变化



资料来源：Wind，华西证券研究所

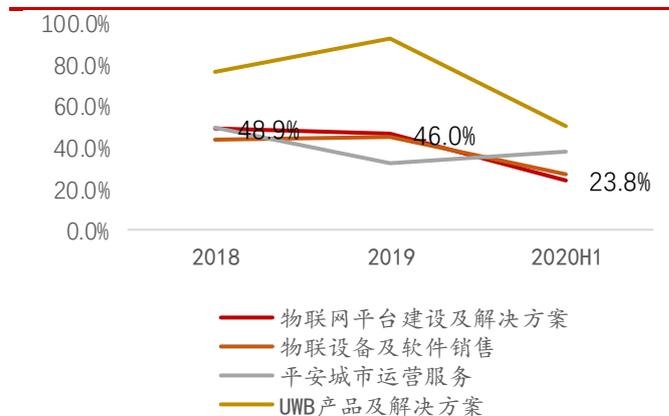
物联网平台建设及解决方案营收占比60%，各业务毛利率保持稳定。公司前三大业务分别为物联网平台建设及解决方案、物联设备及软件销售和平安城市运营服务，其中物联网平台建设及解决方案近每年营收贡献60%以上。公司前三大业务中，上半年受疫情影响，除平安城市运营服务同比增加3.1%外，其余业务同期营收均有所下降。从毛利率角度看，前三大业务毛利率近年分别维持在45%、43%、30%左右。

图3 2015-2020年H1营收构成（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 2015-2020年H1营收构成毛利率情况

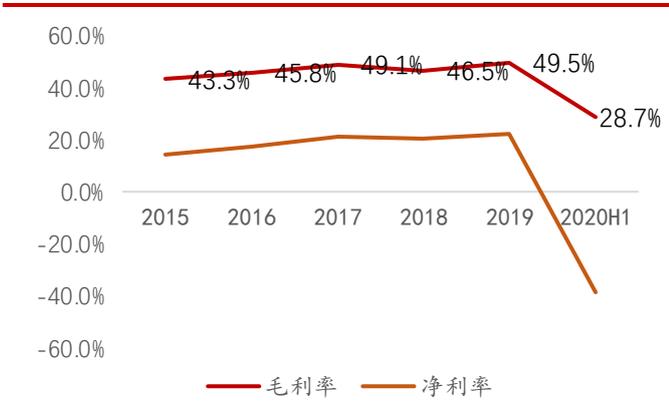


资料来源：Wind，华西证券研究所

受疫情影响短期盈利能力明显下滑，期间费用率整体上相对稳定。2015-2019年公司毛利率和净利率相对稳定，分别维持在45%和14%左右，并呈现逐年稳定增长态

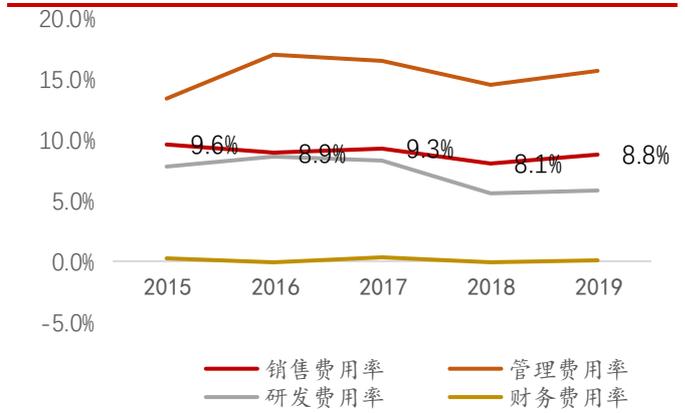
势。上半年整体毛利率为 28.7%，同比下滑 11.02pct，主要原因为疫情导致收入减少以及设备和人工等固定成本造成。2015-2019 年公司管理费用率维持在 15%左右，销售费用率、财务费用率较为平稳，研发费用率出现小幅波动。

图 5 2015-2020 年 H1 公司毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 2015-2019 年公司费用率变化



资料来源: Wind, 华西证券研究所

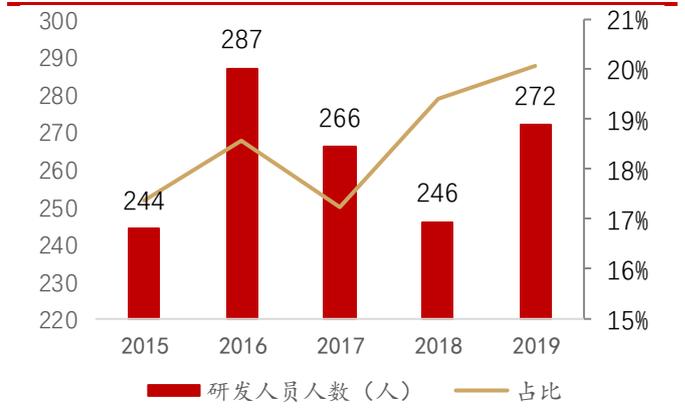
研发人员占比 17%左右，2020 年 H1 研发重点增加物联网平台相关投入。2015-2019 年研发费用小幅波动。研发人员方面，近 5 年研发人员占比维持在 17%左右，和研发费用趋势一致。2020 年上半年公司增加了研发项目中软件定义物联网应用平台、物联网智慧管理平台 (IOTMP)、IOTMP 移动端等的投入，研发费用 2610 万元，同比增长 6.7%。

图 7 2015-2020 年 H1 公司研发费用及增速



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 8 2015-2019 年公司研发人员数及占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

1.2. 加入 FiRa 联盟，2022 年中国 UWB 市场规模 120 亿元

基于 5G 建设全面提速，物联网迎来加速发展期。随着我国 5G 建设的全面提速，5G 行业应用正在加速落地。工业互联网、车联网、智慧城市、智慧农业、智慧家居等场景已经表现出其对于 5G 的需求，部分场景已初步完成市场教育阶段，下一步将迎来大规模扩张。根据中商产业研究的数据，2020 年中国物联网产业规模有望超过 2.2 万亿元，同比增长 25%。整个物联网行业景气程度高，今年有望进入加速发展期。

- (1) **连接数量。**根据 Gartner 预测，2017 年全球物联网连接设备达到 83.81 亿台，预计 2020 年全球联网设备数量将达 204.12 亿台。根据爱立信统

计，物联网连接数将 3 倍高于移动互联网增速，其中局域网链复合增长率保持 18%，广域网产业链复合增长率保持 26%。

(2) **市场规模。**根据 IDC 预测，全球物联网市场规模将从 2014 年的 6558 亿美元增长到 2020 年的 1.7 万亿美元。Gartner 预计，2020 年物联网终端市场规模将达到 2.93 万亿美元，保持年均 25-30% 的高速增长。

图 9 中国物联网市场规模及预测



资料来源：中商产业研究，华西证券研究所

图 10 物联网终端市场规模预测



资料来源：Gartner，华西证券研究所

2019 年 FiRa (Fine Ranging) 联盟组建，UWB 生态系统逐步形成。UWB (超宽带) 技术始于 20 世纪 60 年代，原用于军事。现 UWB 市场仍处于初期发展阶段，为推动行业稳固前行，三星、博世、恩智浦等科技大厂于 2019 年组建 FiRa 联盟，旨在构建基于 IEEE 802.15.4 UWB 的生态系统，为适应 UWB 技术应用场景制定统一标准，确保不同芯片组、设备及解决方案无缝互通使用。

表 1 FiRa 联盟成员及行业地位

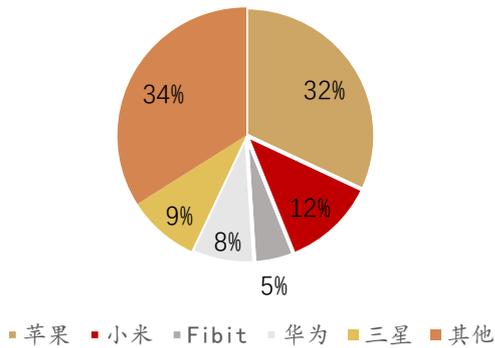
成员	行业地位
安朗杰 (Allegion)	全球领先商用民用安防产品服务提供商
博世 (BOSCH)	全球汽车部件、家电大厂
科沃 (QORVO)	全球射频前端组件大厂
HID GLOBAL	全球安防领域龙头厂商
恩智浦半导体 (NXP Semi)	全球半导体大厂，汽车电子、安全识别、RF 功率晶体管领域营收排名全球第一
三星 (Samsung)	全球第一大芯片制造商，全球第一大智能手机厂商
中国信通院 (CAICT)	中国高端产业智库，产业创新发展平台

资料来源：FiRa，华西证券研究所

公司年初加入 FiRa 联盟，成为该联盟第三家中国企业。2019 年下半年，苹果在 iPhone11 系列产品中搭载的 UWB 技术引发全行业关注，带动行业需求提升。2020 年 3 月，公司正式加入 FiRa 联盟，成为继小米、OPPO 以外第三家加入的中国企业。

2019 年由公司控股子公司依托 UWB 技术参与完成的智慧监狱“监管人员司法电子身份认证平台”顺利通过专家组论证，公司有望借此基于全国司法领域进行推广，进一步实现智慧司法领域龙头地位的提升。

图 11 2019 年全球可穿戴市场占比



资料来源：IDC，华西证券研究所

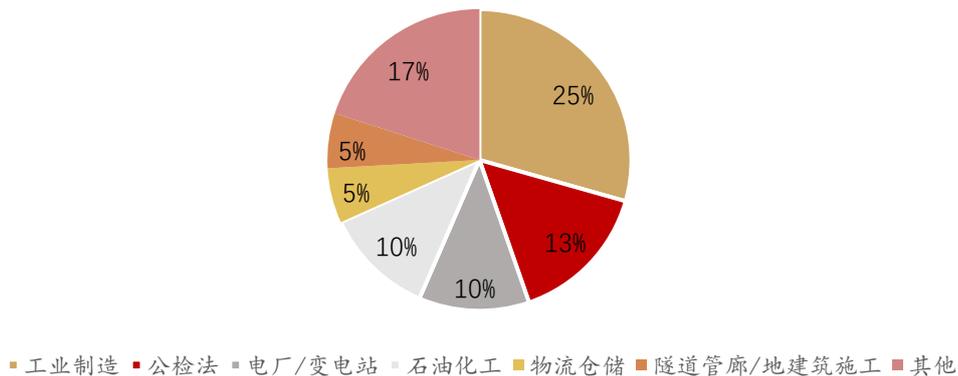
图 12 中国 UWB 企业级应用市场体量



资料来源：物联传媒，华西证券研究所

国内 UWB 市场体量稳固增长，“UWB+”发展潜力巨大。根据物联传媒的预测，我国 2022 年 UWB 企业级应用的市场体量将达到 121.5 亿元，远超 2016 年的 2.97 亿元，实现快速增长。公司依托 UWB 高精度定位技术打造的“UWB+”系列产品，积极开发金融物联、智慧司法与公共安全等领域的应用场景和解决方案。

图 13 2019 年中国 UWB 定位企业级应用市场细分领域分布



资料来源：物联传媒，华西证券研究所

2. 盈利预测与投资建议

基于上述分析，我们做出如下假设：

假设 1：物联网平台建设服务收入，物联网平台业务收入占比超过 60%，公司持续对物联网平台投入和推广，考虑到疫情的影响，预计 2020-2022 年业务增速分别为 10%、15%、15%。

假设 2：平安城市运营服务，公司基于平安城市发展运营服务，定位现金流业务，整体收入增长稳定，考虑到疫情的影响，预计 2020-2022 年业务增速分别为 10%、25%、25%。

假设 3：物联网设备，参考 Gartner 数据，我国物联网终端市场规模增速为 25% 左右，考虑到疫情的影响，预计 2020-2022 年业务增速分别为 15%、25%、20%。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

假设 4: UWB 产品及解决方案, 该业务是公司的核心增长点, 受益于智慧司法下游的需求高景气, 考虑到疫情的影响, 预计 2020-2022 年业务增速分别为 90%、80%、50%。

基于上述分析, 我们预计 2020-2022 年公司整体营业收入分别为 9.2 亿、11.6 亿、14.3 亿元, 增速分别为 17.5%、26.1%、23.2%; 归母净利润分别为 1.6 亿、2.0 亿、2.4 亿, 对应的 PES 分别为 0.23 元、0.28 元、0.35 元。

表 2 公司收入预测与业绩拆分 (百万元)

业务	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (合计)	营业收入	784.4	921.4	1161.5	1431.4
	yoy	2.5%	17.5%	26.1%	23.2%
	营业成本	395.9	453.2	558.4	680.5
	毛利率	49.5%	50.8%	51.9%	52.5%
物联网平台建设服务收入	收入	526.0	578.6	665.4	765.2
	yoy	-9.7%	10.0%	15.0%	15.0%
	成本	268.8	295.7	340.1	391.1
	毛利率	48.9%	48.9%	48.9%	48.9%
平安城市运营服务	收入	58.8	64.7	80.8	101.0
	yoy	17.7%	10.0%	25.0%	25.0%
	成本	35.2	38.7	48.3	60.4
	毛利率	40.2%	40.2%	40.2%	40.2%
物联网设备	收入	129.5	148.9	186.1	223.4
	yoy	19.6%	15.0%	25.0%	20.0%
	成本	72.8	83.7	104.6	125.5
	毛利率	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
UWB 产品及解决方案	收入	63.4	120.5	216.9	325.3
	yoy	222.0%	90.0%	80.0%	50.0%
	成本	15.0	29.7	57.9	93.3
	毛利率	76.3%	75.3%	73.3%	71.3%
其他业务	收入	6.7	8.7	12.2	16.5
	yoy	55.3%	30.0%	40.0%	35.0%
	成本	4.2	5.4	7.6	10.2
	毛利率	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

我们选取了行业中与浩云科技业务相近的 3 家公司 (佳都科技、高新兴、千方科技), 2020 年 3 家公司的平均 PE 为 83 倍, 2021 年平均 PE 为 43 倍。我们认为浩云科技是国内领先的物联网平台和 UWB 解决方案提供商, 有望持续受益于行业的高增长。

结合对标公司的估值和目前浩云科技的业务布局, 我们认为公司目前估值存在明显低估, 给予公司 2020 年 60 倍 PE, 对应目标价 14.03 元, 股价空间 30%。我们看好公司物联网平台的发展和 UWB 业务的放量, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 3 可比上市公司估值表 (元)

公司代码	公司简称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
600728.SH	佳都科技	9.79	0.18	0.34	0.47	54	29	21
300098.SZ	高新兴	6.45	0.04	0.09	0.13	161	72	50
002373.SZ	千方科技	24.90	0.75	0.90	1.12	33	28	22
均值						83	43	31
300448.SZ	浩云科技	10.77	0.23	0.28	0.35	46	38	31

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

3. 风险提示

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- 1) **宏观经济或下滑的风险:**疫情影响宏观经济,下半年宏观经济或存在下滑风险。
- 2) **UWB 产品应用推广或不及预期:**UWB 产品市场接受度低,推广难度大。
- 3) **物联网平台研发进度不及预期:**物联网平台研发难度大,进度慢。
- 4) **项目收入延期确认导致业绩波动:**疫情等因素带来项目延期确认风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	784	921	1,161	1,431	净利润	174	180	218	272
YoY (%)	2.5%	17.5%	26.1%	23.2%	折旧和摊销	40	45	39	41
营业成本	396	453	558	681	营运资金变动	-105	-156	-58	-67
营业税金及附加	7	8	10	13	经营活动现金流	119	125	315	374
销售费用	69	81	99	125	资本开支	-65	-14	-34	-41
管理费用	76	83	107	133	投资	107	0	0	0
财务费用	0	38	60	62	投资活动现金流	42	-11	-29	-37
资产减值损失	-3	-5	-10	-12	股权募资	10	0	0	0
投资收益	1	3	4	4	债务募资	69	2,358	260	196
营业利润	194	203	247	306	筹资活动现金流	0	2,304	150	76
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	160	2,418	436	413
利润总额	195	203	247	306	主要财务指标				
所得税	21	24	29	34	2019A	2020E	2021E	2022E	
净利润	174	180	218	272	成长能力				
归属于母公司净利润	154	162	195	243	营业收入增长率	2.5%	17.5%	26.1%	23.2%
YoY (%)	10.1%	4.9%	20.2%	24.7%	净利润增长率	10.1%	4.9%	20.2%	24.7%
每股收益	0.22	0.23	0.28	0.35	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	49.5%	50.8%	51.9%	52.5%
货币资金	634	3,052	3,488	3,900	净利润率	22.2%	19.5%	18.8%	19.0%
预付款项	19	29	32	38	总资产收益率 ROA	8.5%	3.7%	3.9%	4.4%
存货	197	201	244	313	净资产收益率 ROE	10.8%	10.2%	10.9%	12.0%
其他流动资产	410	594	681	739	偿债能力				
流动资产合计	1,260	3,876	4,445	4,991	流动比率	4.65	1.45	1.48	1.53
长期股权投资	0	0	0	0	速动比率	3.85	1.36	1.39	1.42
固定资产	237	216	207	201	现金比率	2.34	1.14	1.16	1.19
无形资产	34	46	56	66	资产负债率	16.1%	61.3%	61.2%	60.1%
非流动资产合计	551	514	499	488	经营效率				
资产合计	1,810	4,391	4,944	5,478	总资产周转率	0.43	0.21	0.23	0.26
短期借款	31	2,389	2,649	2,845	每股指标 (元)				
应付账款及票据	72	63	88	109	每股收益	0.22	0.23	0.28	0.35
其他流动负债	168	219	269	315	每股净资产	2.06	2.29	2.58	2.93
流动负债合计	271	2,671	3,006	3,269	每股经营现金流	0.17	0.18	0.46	0.54
长期借款	19	19	19	19	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	2	2	2	2	估值分析				
非流动负债合计	21	21	21	21	PE	48.32	46.07	38.34	30.75
负债合计	292	2,692	3,028	3,290	PB	3.69	4.69	4.18	3.68
股本	692	692	692	692					
少数股东权益	91	108	132	161					
股东权益合计	1,518	1,698	1,916	2,188					
负债和股东权益合计	1,810	4,391	4,944	5,478					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘泽晶（首席分析师）：2014-2015年新财富计算机行业团队第三、第五名，水晶球第三名，10年证券从业经验。

刘忠腾（分析师）：计算机+金融复合背景，3年IT产业+3年证券研究经验，深耕云计算和信创产业。

孔文彬（研究助理）：金融学硕士，2年证券研究经验，主要覆盖金融科技、区块链研究方向。

吴祖鹏（研究助理）：2019年新财富公用事业第三（核心成员），覆盖5G应用、智能驾驶、医疗IT等。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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