

智慧城市跨入3.0时代，医疗先行布局大健康

核心观点：

- 公司已转型为智慧城市综合服务运营商，“3+1”智城模式花开全国。公司2012年开始转型智慧城市建设，积极推行“咨询引领、智能基石、节能推进、医疗先行”的发展战略，目前已进入武汉、海南、遵义、贵安、南京5个城市。公司控股股东为延华高科，拥有公司18.12%股权。胡黎明为公司实际控制人，合计持有34.23%股权。
- 智慧城市2万亿市场加速落地，大健康6万亿市场黄金十年启动。目前住建部共批复193个智慧城市试点，鉴于2015年底第一批试点城市陆续进入验收期，加之PPP/BOT等模式较好地缓解政府资金压力，预计2015年起项目将加速落地。人口老龄化加剧、慢性病发病率上升以及城镇化进程等需求推动大健康产业进入黄金十年启动期，预计2020年中国医疗卫生支出占GDP的比例达到7%，金额将达6.3万亿。
- 收购成电医星完善医疗产业链，加速布局大健康产业。成电医星医院信息系统已在全国17个省1000多家医院应用；区域医疗卫生信息平台已在4个县市应用，此次收购将加速公司在健康产业的布局：(1)切入上游医疗信息化行业，在区域、业务、客户、战略四方面形成协同效应，“智能+节能+信息化”三位一体的绿色智慧医院更具核心竞争力。(2)实现“医疗先行”与“智城模式”良性互动，智慧医疗作为标准模块通过智城模式自上而下加速推进。(3)有助于公司构建更强大的大健康数据平台，打造卫生局管理端、医疗服务机构端、个人用户APP(PC)端三位一体的区域健康服务平台。
- 公司智慧城市已逐步从建设(V1.0)、运营(V2.0)步入大数据时代(V3.0)，平台型公司转型将推动业绩估值跨越式提升。公司创造性提出“一个产业基金、一个产业基地、一个产业集群+一个合资公司”的“3+1”智城模式，通过“产业经营+资本并购”双轮驱动，同时拓展“B+C”业务，逐步从智慧城市整体建设，转向智慧城市的前端咨询、中端建设及后端运营，作为平台型公司的战略雏形初具，预期业绩及估值将实现戴维斯双升。
- 风险提示：宏观经济增速下滑，医疗布局低于预期等。
- 盈利预测与估值：我们预测2014~16年EPS为0.16/0.29/0.40元(15-16年EPS考虑股本摊薄)，CAGR达64.2%。我们认为公司目前业务属性正逐步向卫宁软件、万达信息等平台型公司靠拢，且业绩有持续超预期可能，可给予公司2016年45-50倍PE，目标价18-20元，维持“推荐”评级。

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	602	776	1059	1511	1951
增长率(%)	22.9	28.8	36.5	42.7	29.1
净利润(百万)	18	38	58	119	167
增长率(%)	286.9	114.2	54.6	104.2	40.2
EPS	0.04	0.09	0.16	0.29	0.40
PE	344	161	91	51	36
PB	13.4	6.4	6.5	6.4	5.6

资料来源：wind，中国银河证券研究部，股价为2015年01月26日收盘价，15-16年的盈利预测考虑了摊薄股本

延华智能 (002178.SZ)

推荐 维持评级

目标价： 18.0-20.0 元

分析师

鲍荣富

☎：021-20252629

✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎：021-68596786

✉：zhou song_yj@chinastock.com.cn

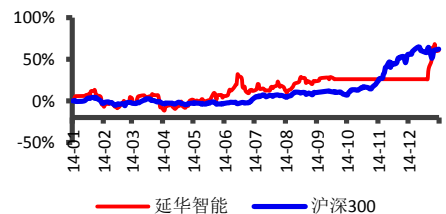
执业证书编号：S0130114120010

冉孟曦对此报告亦有贡献

市场数据 时间 2015.1.26

A股收盘价(元)	14.75
A股一年内最高价(元)	15.50
A股一年内最低价(元)	7.58
上证指数	3336.46
市净率	5.79
总股本(万股)	37213.42
实际流通A股(万股)	31137.69
限售的流通A股(万股)	6075.73
流通A股市值(亿元)	35.62

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《收购切入医疗信息化，向大健康纵深拓展》

2015/1/16

目 录

一、公司概况：智慧城市综合服务运营商.....	2
（一）公司基本情况.....	2
（二）股权结构.....	3
二、行业分析：智慧城市加速落地，大健康黄金十年开启.....	3
（一）智慧城市建设模式不断创新，市场规模超 2 万亿.....	3
（二）大健康黄金十年启动，预计 2020 年市场规模超 6 万亿.....	7
三、公司分析：智慧城市跨入 3.0 时代，智慧医疗深度布局大健康.....	11
（一）转型智慧城市综合服务商.....	11
（二）收购成电医星实现转型升级，拓展大健康领域.....	13
（三）公司未来业绩成长驱动因素.....	20
四、风险提示.....	22
五、盈利预测、估值及评级.....	22

一、公司概况：智慧城市综合服务运营商

(一) 公司基本情况

延华智能于 2007 年上市，是智能建筑上市第一股。2012 年开始转型智慧城市建设，高端咨询、智能建筑、智慧节能、智慧医疗、智慧交通等业务增长迅速，公司推进“咨询引领，智能基石，节能推进、医疗先行”的发展战略，逐步开始从智能建筑提供商转向智慧城市服务运营商。2015 年 1 月收购成电医星，进入大健康领域。

表 1：公司近年来承接的重要项目

高端咨询	智能建筑	智慧节能	智慧医疗	智慧交通
深圳证券交易所	武汉 636 米绿地国际金融城	上海斯格威铂尔曼大酒店	华中科技大学同济医学院附属协和医院	三亚市智能公共交通系统
武汉 636 米绿地国际金融中心	深航基地新园区	武汉天河国际机场	吉林大学第一附属医院	三亚城市一卡通项目
深圳中广核大厦	三亚海棠湾国际购物中心	市、区政府公建楼宇	上海东方肝胆外科医院	和平大道公交专用道和道路
苏州中银大厦	天津市电力公司	高露洁-棕榄（越南牙刷厂）	上海东方医院	安全走廊设备供货安装项目
武汉国际博览中心	吉林绿地中央广场	杭州天鸿富阳文创园	临沧市人民医院青华分院	武汉市二七路、游艺路综合公共停车场停车设施项目
天津汤臣天津湾广场	枣庄实验中学	三亚市中医院	湖北省疾病预防控制中心	武汉 ETC
	中国银联三期研发中心			新疆库车县平安城市视频监控
				控系统二期工程

资料来源：公司网站，中国银河证券研究所

公司 1 月 26 日公告中标中国银联三期研发中心智能化项目，金额为人民币 4650 万元。这是继中国外汇交易中心项目、深圳证券交易所营运中心项目、武汉 636 米绿地国际金融城项目之后公司承接的又一国内高端金融办公典范。本次中标一方面顺利开启了公司与中国银联合作的篇章；另一方面有力巩固了公司在金融办公、城市高端综合体智能化建设方面的能力。

公司拥有建筑智能化工程设计与施工一体化一级资质、机电设备安装工程专业承包一级资质，同时具备消防安防等多项一级资质。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，国家发改委第一批节能技术服务备案企业，公司已开发和创新了多项拥有自主知识产权的技术和产品，入选国家和上海市重点新产品。

表 2：公司拥有的专业资质

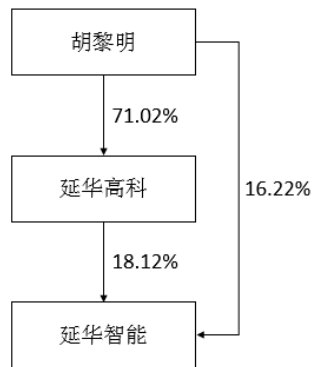
细分领域	资质
建筑节能	国家发改委、财政部节能服务机构备案资质，国家发改委工程咨询资质，住建部工程设计施工一体化资质等
消防工程	建设部颁发的专业承包消防设施工程一级资质，是公安部上海市消防局颁发的第一批“三甲”施工资质企业（编号 007），即甲级火灾自动报警系统、甲级自动喷水灭火系统、甲级气体灭火系统
机电安装	国家建设部颁发的“机电设备安装工程专业承包一级”资质证书，通过了 ISO9001 质量管理体系认证

资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

(二) 股权结构

公司控股股东为延华高科，拥有公司 18.12% 股权。胡黎明先生持有延华高科 71.02% 股权，并直接持有延华智能 16.22% 股权，合计控制延华智能 34.23% 股权，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构



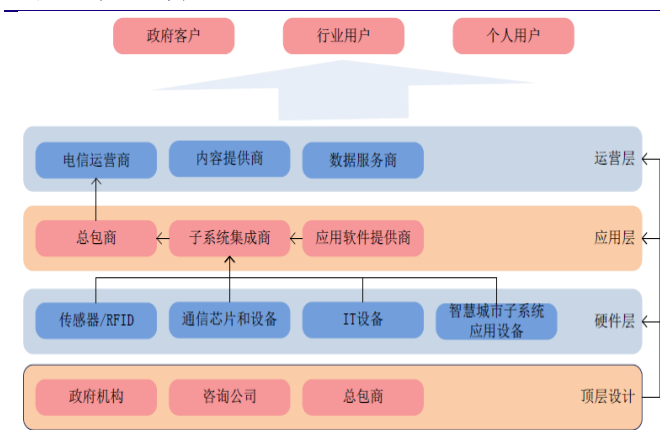
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

二、行业分析：智慧城市加速落地，大健康黄金十年开启

(一) 智慧城市建设模式不断创新，市场规模超 2 万亿

智慧城市产业是基于新一代信息技术研发应用和产业融合创新发展的产业。其建设是多个垂直行业和细分市场的智能系统联动并形成的一个智慧大系统。建设智慧城市需要海量智慧基础设施、智慧产品、智慧技术和智慧设备。

图 2：智慧城市产业链



资料来源：中国银河证券研究部

图 3：智慧城市建设应用



资料来源：中国银河证券研究部

十二五期间用于建设智慧城市的投资总规模将高达 5,000 亿元，各地智慧城市建设将带来 2 万亿元的产业机会。鉴于 2015 年底第一批智慧城市试点城市将陆续进入验收期，加之 PPP/BOT 等创新模式的出现将缓解政府资金压力，我们判断 2015 年智慧城市项目将加速落

地。2012年11月，住建部下发了《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》，智慧城市未来将成为考核地方政府政绩的重要指标。2012年《国家智慧城市试点暂行办法》公布首批试点城市90个。2013年住建部公布第二批试点城市103个，两批共有193个试点城市。2014年8月，住建部科技部启动第三批试点城市申报。

表 3：我国主要城市的智慧城市发展战略

城市	发展策略
北京	智能交通、电子病历、远程医疗、智能家庭、电子商务等，2015年形成覆盖全市的物联基础网络
上海	打造城市光网、发展无线宽带、推动智能、云计算和物联网的研发，加快三网融合；可持续、高效、安全
深圳	完善智能基础设施、发展电子商务支撑体系、推动智能交通，培育智能产业基地；2012年宽带无线覆盖率100%
广州	由政府主导、牵手运营商的无线城市官方网站，推动市民、企业及社会各界高效便捷的无线网络服务
南京	智慧基础设施、智慧产业、智慧政府、智慧人文
宁波	建设智慧应用体系、培育智慧产业基地
佛山	2015年将佛山建设成战略性新兴产业聚集区、四化融合先行地，智慧服务基础设施十大工程，以信息化带动工业化、提升城市化及加快国际化

资料来源：公开资料，中国银河证券研究所

图 4：智慧城市试点城市



资料来源：ikiMap，中国银河证券研究部

智慧城市建设创新模式不断涌现。由于智慧城市建设所需要的资金规模巨大，政府直接投资的建设模式和BT建设模式明显受到地方财政收入以及企业持续经营的限制。创新模式的不断推出有利于缓解企业的资金压力。由于智慧城市是涉及全产业链的综合型集成项目，需要涉及各政府部门协调和统筹规划，多数企业开始采用先和政府签订框架协议，再逐步落地订单的发展方式。

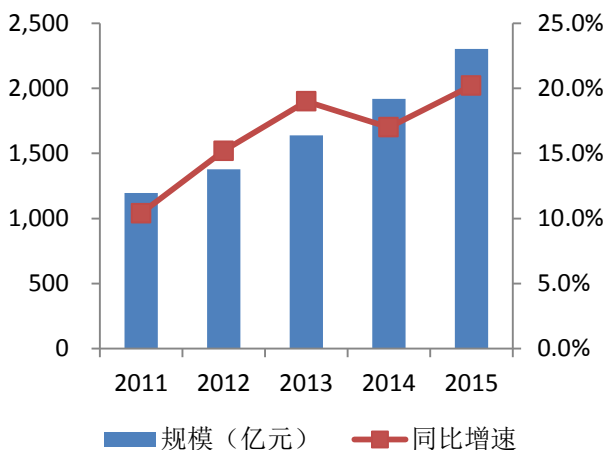
表 4: 智慧城市建设模式

模式	特征描述
政府独自投资建设和运营	政府负责基础设施/平台的投资、建设、维护和运营
政府和运营商共同投资, 运营商建设并运营	由政府 and 运营商共同出资、共同拥有, 日常建设及运营管理由电信运营商进行
政府投资, 委托运营商/第三方建设运营	政府进行投资, 并通过招标等方式委托一家或多家运营商建设和运营
政府牵头, PPP/BOT/BT 模式	通过市场化方式引入企业资金投资基础设施建设, 许诺投资方在建成后的一段时期内拥有经营权, 到期后再由政府收回管理经营
运营商/第三方独立投资建设和运营	综合实力较强的电信运营商或者第三方独立负责智慧城市子任务(例如一项基础设施、平台或者应用建设)的投资建设和运营工作
联合建设运营	产业链上电信运营商、应用开发商、系统集成商、终端设备提供商中的两家或多家联合开发智慧平台或应用并共同推广
联合公司化运营	由产业链中成员, 如电信运营商、应用开发商、系统集成商等共同成立一个管理公司及系列子公司进行智慧城市的投资、建设、运营

资料来源: 中国银河证券研究部整理

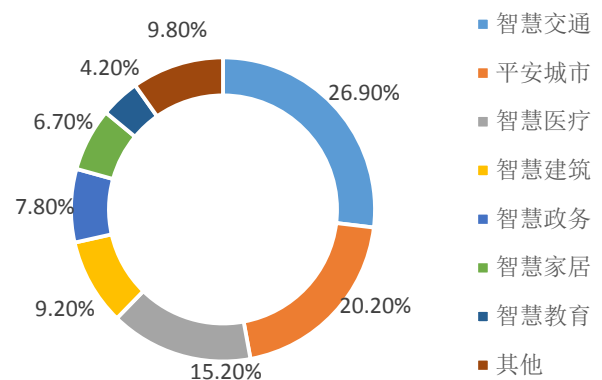
预计 2015 年我国智慧城市 IT 投资规模将达到 2303 亿元, 同比增长速度达 20.02%。在目前智慧城市 IT 投资结构中, 智能交通占据了最大比例, 约为 26.90%, 城市安防防范系统占据 20.20%, 智能医疗占 15.20%。

图 5: 2011-2015 我国智慧城市 IT 投资规模及增长



资料来源: 赛迪顾问, 中国银河证券研究部

图 6: 智慧城市 IT 投资结构



资料来源: 赛迪顾问, 中国银河证券研究部

根据“十二五”规划, 智能交通行业将实现 20% 以上高速增长, 市场规模在 745 亿元左右。其中车辆管理服务市场规模在 175 亿元左右。城市轨道交通建设同样处在快速增长阶段, 市场规模在 150 亿至 200 亿元之间, 智能交通整体市场空间超过千亿元。

表 5: 城市智能交通市场规模测算

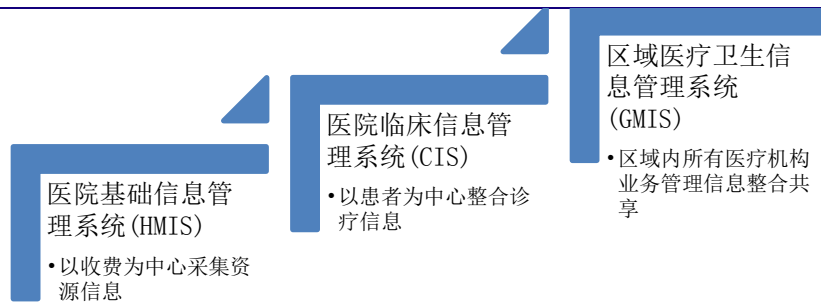
城市类型	个数	建设比例	投资金额 (万元)	合计金额 (亿元)
直辖市	4	100%	15000	6
省会级城市	28	100%	7000	20
地级市	255	100%	6000	153
市辖区	856	30%	2000	51
县级市(县)	2007	5%	1500	15
指挥中心合计				245
交通监控、诱导系统				200
轨道交通管理				150
城市公共交通				150
合计				745

资料来源: “十二五”规划, 中国银河证券研究部

智慧医疗潜力巨大, 医疗信息化规模超千亿。智慧医疗主要包括医疗信息云平台、移动医疗、医疗物联网、医疗大数据应用系统等。医疗信息化产业的发展途径有三个阶段: 医院管理信息化阶段(HMIS)、医院临床管理信息化阶段(CIS)和区域公共医疗管理信息化阶段(GMIS)。

我国目前正处于由 HMIS 向 CIS 和 GMIS 过渡阶段。HMIS 在一线城市占有率达 90%, 且有大量公司做 HMIS; 而 CIS 一线城市占有率 30%, 属于深化阶段, 市场空间大, 行业目前集中度较低, 未来 3-5 年集中度将逐渐提升, CIS 系统未来将向专业分工更细致的科室级信息管理发展。

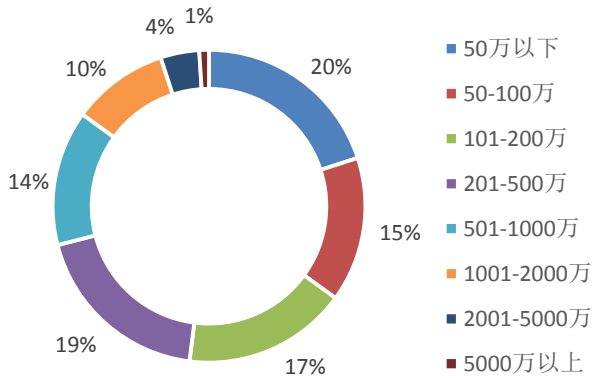
图 7: 医疗信息化经历的技术路径



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

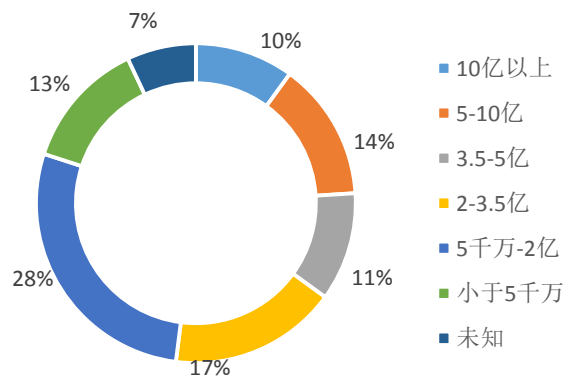
我国医疗机构的信息化采购比重仍以硬件为主, 美国等发达国家医疗信息化采购以软件、服务为主。我国目前医院医疗信息化与发达国家差距较大。2013 年我国医疗卫生支出占财政支出的比例仅为美国的四分之一。目前我国大多数医院都已经制定了部分或全面信息化规划, 我国医疗信息化产业将进入持续快速发展期。

图 8：2013 年我国医院医疗信息化投入规模比例



资料来源：埃森哲，中国银河证券研究部

图 9：2013 年美国医院医疗信息化投入规模比例

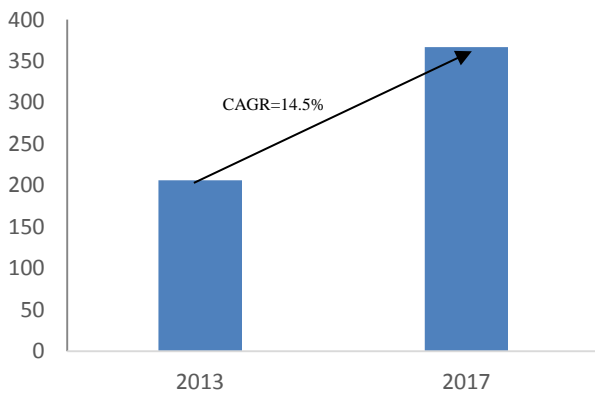


资料来源：埃森哲，中国银河证券研究部

根据 IDC 统计，我国医疗信息化市场容量 2013 年为 206 亿元，到 2017 年将实现 336.5 亿元，CAGR 预计为 14.5%。医疗信息化市场的投资规模持续扩大，已连续 5 年保持 20% 以上的增长率，远高于全球市场 5.1% 的年均复合增长率。

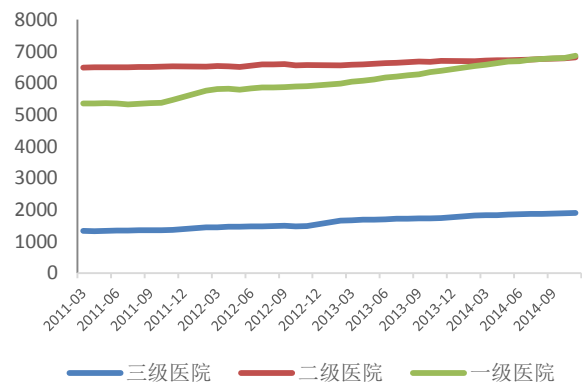
根据卫生部发布的《健康中国 2020 战略研究报告》，未来五年我国将在全民电子健康系统工程方面将投入 611 亿元预算，包括大型综合医院信息化系统标准化建设、建立全民电子健康档案和区域医疗信息化平台等工作，若考虑地方政府配套资金，整体医疗信息化建设投入预算将超千亿元。

图 10：医疗信息化市场容量预测（亿元）



资料来源：IDC，中国银河证券研究部

图 11：2011-2014 年医疗机构数量（所）



资料来源：国家统计年鉴，中国银河证券研究部

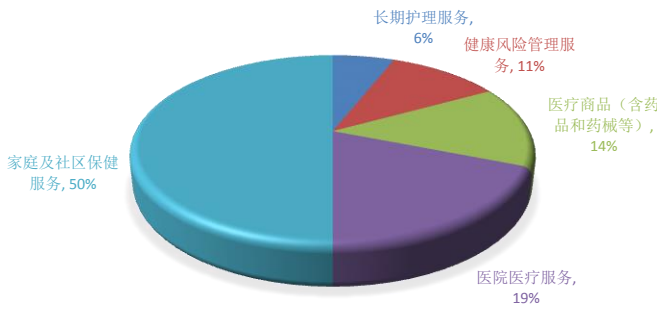
（二）大健康黄金十年启动，预计 2020 年市场规模超 6 万亿

大健康产业是提供预防、诊断、治疗、康复和缓和性医疗商品和服务的总称，通常包括医药工业、医药商业、医疗服务、保健品、健康保健服务等领域。大健康产业是世界上最大和增长最快的产业之一。大健康产业可分为以产品为主导（健康消费品、消费类医疗器械、高

端创新药) 和以服务为主导 (智慧医疗、民营医院、诊断及研发外包) 两大类。

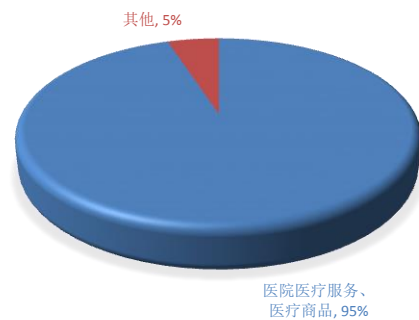
从国际大健康产业结构来看, 中国的大健康产业仍处于初创期, 在产业细分以及结构合理化方面需要更大的提升和完善。

图 12: 美国大健康产业结构图



资料来源: 前瞻网 中国银河证券研究部

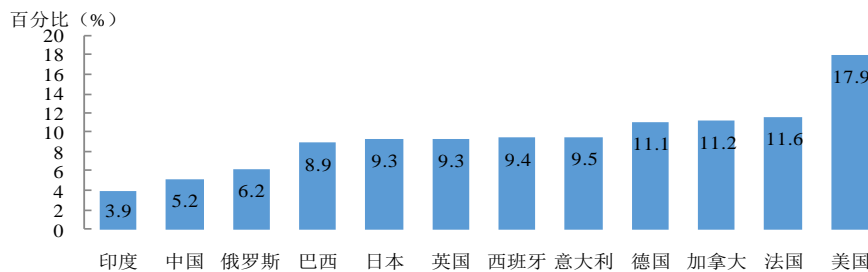
图 13: 中国大健康产业结构图



资料来源: 前瞻网 中国银河证券研究部

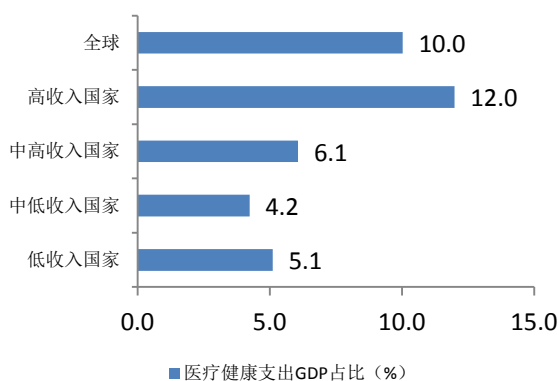
同世界其他国家相比, 我国医药卫生开支占 GDP 比重仍然较低, 目前发达国家这一比重基本维持在 10% 左右, 美国更是达到了 17.9%, 从健康支出占 GDP 的比重来看, 中低收入国家人均健康支出比例明显低下。

图 14: 中国健康卫生支出占 GDP 比例较低



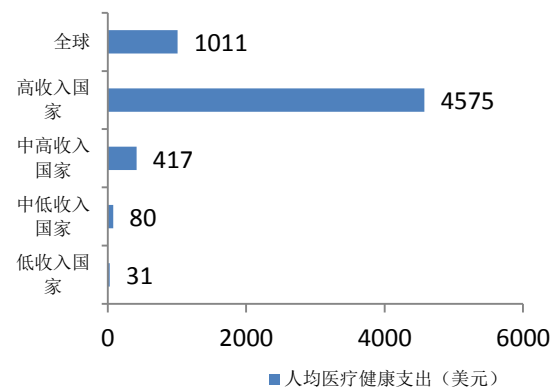
资料来源: 世界卫生组织, 中国银河证券研究部

图 15: 医疗健康支出占 GDP 比例



资料来源: 世界卫生组织, 中国银河证券研究部

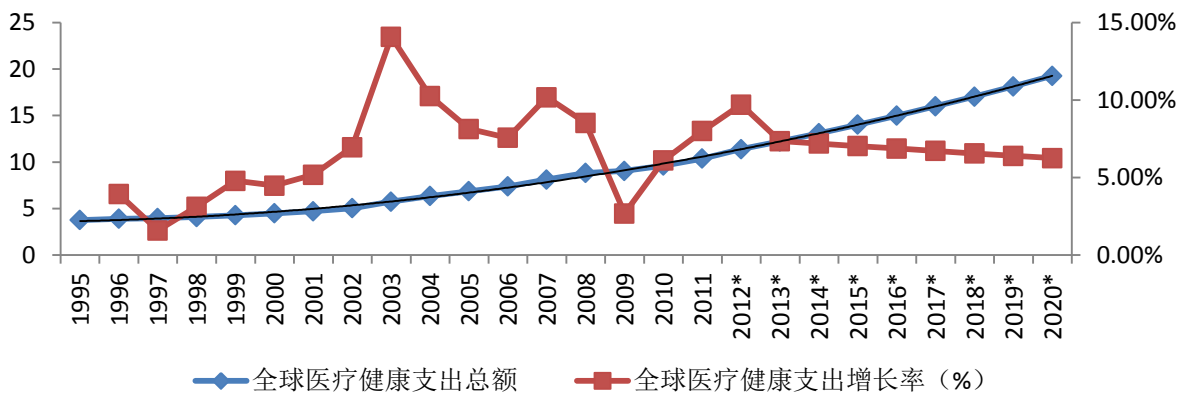
图 16: 人均医疗健康支出金额 (美元)



资料来源: 世界卫生组织, 中国银河证券研究部

作为全球最大的产业之一，全球健康年支出总额占 GDP 总额的 1/10 左右，是全球经济发展的新引擎。在目前全球股票市值中，健康产业相关股票市值约占总市值的 13%。进入 21 世纪后，医疗健康开始进入快速增长阶段，新一轮增长主要来自于中低收入国家和中高收入国家人口增长，人均健康需求的持续释放，以及科技进步带来的新一轮产业升级为发达国家的健康产业发展带来的增长动力。预计 2020 年健康产业全球总产值将达到 13.39 万亿美元，为 2011 年的 1.9 倍左右。

图 17：全球健康支出总额及其增长率



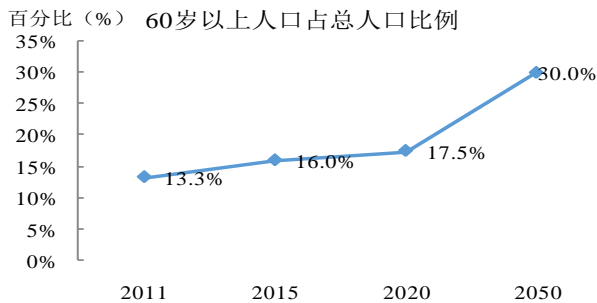
资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究部

中国医药卫生总开支将继续保持较高增速，主要驱动因素来自：人口老龄化加剧、慢性病发病率上升以及城镇化进程带来的消费需求升级。

人口老龄化加剧。2013 年我国总人口为 13.6 亿人，其中 60 岁以上人口总数已经超过 2 亿人，占总人口的 14.9%。到 2015 年，全国 60 岁以上老年人将增加到 2.21 亿，到 2030 年全国老年人口规模将会翻一番。老龄化的日益加剧在持续推动我国医药总费用的增长，据统计：老年人平均消耗的卫生资源是全部人口平均值的 1.9 倍；老年人慢性病患病率是全部人口的 3.2 倍，伤残率是全部人口的 3.6 倍；大于 65 岁老年人口有 66% 的使用处方药或非处方药。老龄化加剧将是驱动我国卫生总支出增长的主要因素之一。

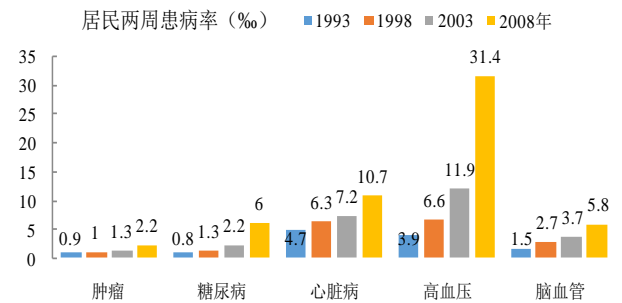
慢性病发病率直线攀升。伴随着工业化、城镇化、老龄化进程加快，我国慢性病发病人数迅速增加，肿瘤、糖尿病、心脑血管疾病等主要慢性病的发病率都直线攀升，现有确诊患者 2.6 亿人，是重大的公共卫生问题。慢性病由于病程长、流行广、致残致死率高，因此给我国医疗卫生体系造成巨大负担。目前慢性病导致的死亡已经占到我国总死亡的 85%，导致的疾病负担已占总疾病负担的 70%。

图 18: 我国老龄化程度将日益加剧



资料来源: 《中国老龄事业发展十二五规划》, 中国银河证券研究部

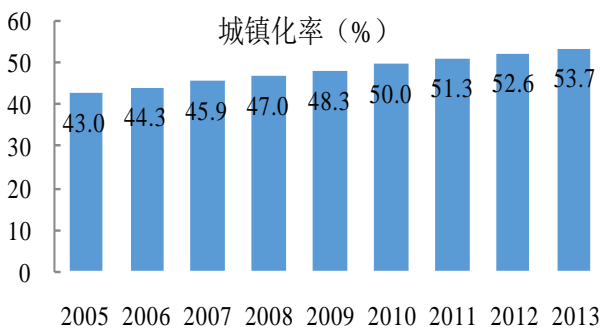
图 19: 慢性病发病率不断升高



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 中国银河证券研究部

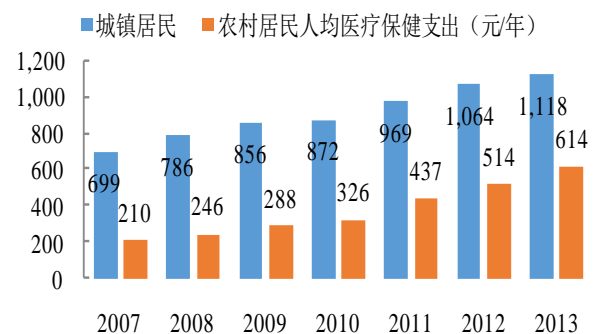
城镇化进程带来的消费需求升级。近几年,我国城镇化率不断提升,2013年达到53.7%。城镇化推进也带动了居民医疗卫生消费需求的升级。据统计,城镇居民人均医疗保健支出是农村居民的1.8倍。

图 20: 我国城镇化率不断提升



资料来源: 国家统计年鉴, 中国银河证券研究部

图 21: 城镇居民医疗支出显著高于农村居民

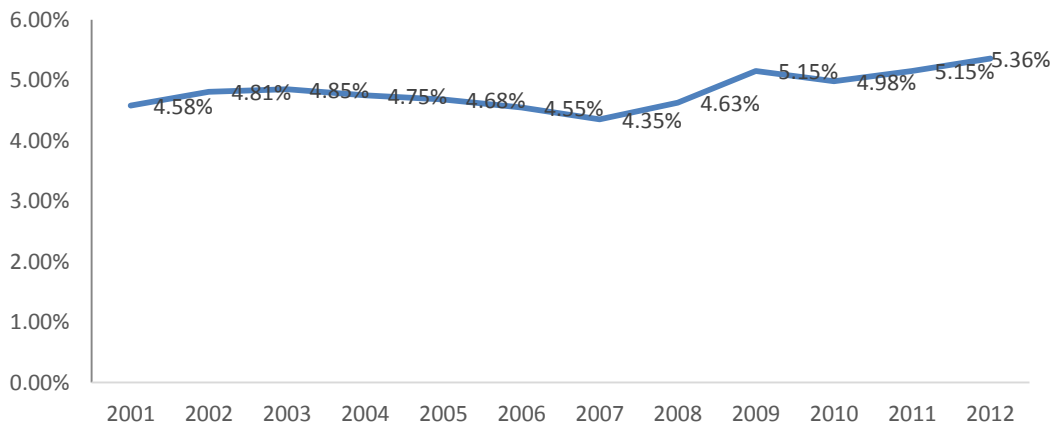


资料来源: 中国卫生统计年鉴, 中国银河证券研究部

我们认为,在人口老龄化加剧、慢性病发病率迅速攀升以及城镇化进程带来的消费需求升级等多因素推动下,我国医药卫生总开支将继续保持较高增速。

从总量来看,中国医药卫生总开支2013年已经达到3.2万亿,占GDP百分比为5.57%,08-13年复合增长率为16.8%,高于12.4%的GDP复合增速。**假设2014-2020年我国GDP复合增速为6.8%,到2020年医药卫生支出占GDP比重为7%,则2020年医药卫生总支出为6.3万亿。**

图 22：2001-2013 年我国卫生费用占 GDP 的比重



资料来源：国家统计局年鉴，中国银河证券研究部

三、公司分析：智慧城市跨入 3.0 时代，智慧医疗深度布局大健康

（一）转型智慧城市综合服务商

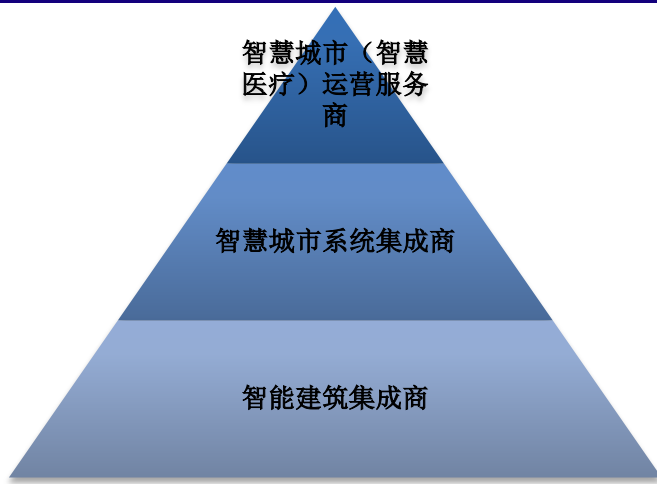
公司以智能建筑起家，目前在智能建筑领域已经发展了建筑节能、消防工程、机电安装、多媒体集成、物联网软件、产品代理等多个事业部。自 2012 年转型以来，有序推进智能建筑主导转向智慧城市主导的业务结构转型。公司目前已经发展成为为数不多的智慧城市整体解决方案提供商之一。公司以高端咨询为引领，构建的具有延华特色的智城模式在各地抢得先机，迅速成为智慧城市建设领域的领军者。

表 6：公司深化战略转型路径

战略布局	地域布局： 推进“智城模式”全国范围内复制和推广 行业布局： 咨询与软件、绿色节能、智慧医疗、智慧交通
具体实施战略	咨询引领、智能基石、节能推进、医疗先行
实施方法	实现业务转型深化和外延并购扩张双轮驱动
战略目标	实现公司业务结构转型升级和收入结构转型升级

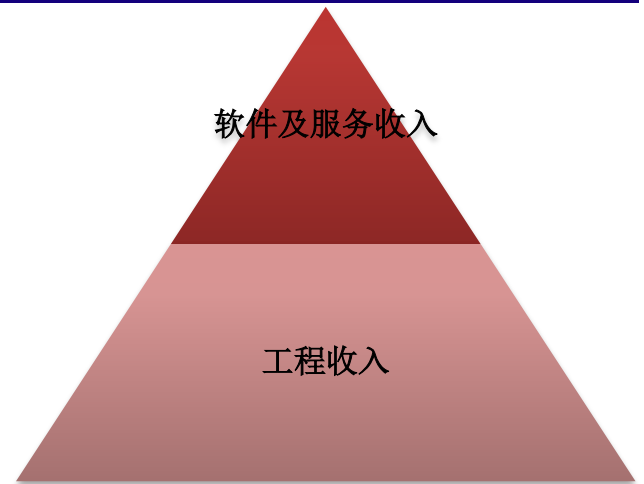
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 23：公司业务结构转型



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 24：公司收入结构转型

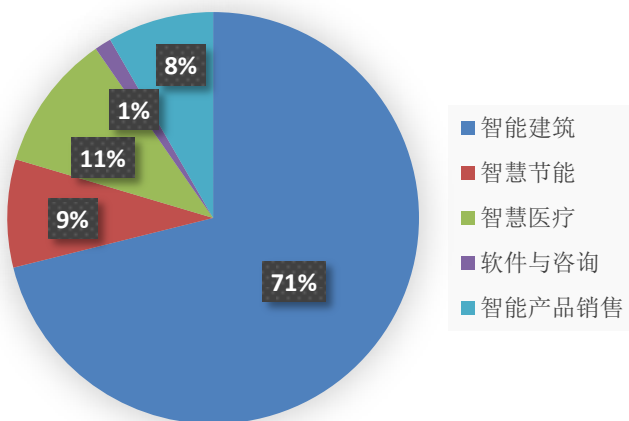


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

公司 2014H1 智能建筑业务占比逐步下降到 70%。智慧节能收入占比达 10.11%，较去年同期增长 7.62%，智能建筑收入占比 69.85%，较去年同期下降 2.41%。公司选择优质客户，保证收入质量，智能建筑业务毛利率稳步上升，2014H1 为 22.41%。

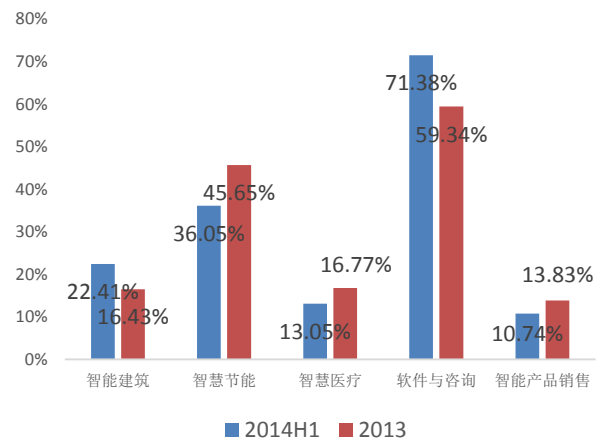
公司未来将从一个工程公司转型成为一个运营服务商的身份，目前布局扩大软件和服务收入，推进由工程收入为主向服务收入为主的收入结构转型。软件服务收入毛利率较高，公司各项业务中智慧建筑毛利率仅为 22.4%，而软件及咨询服务的毛利率最高为 71.4%。

图 25：公司 2014H1 各项业务收入占总收入比重



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

图 26：公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

公司 2014 年累计中标绿色智慧医疗业务项目（部分合同已经签署）金额 1.48 亿元，同比增长 72%。2014 年公司先后中标或签署了山东枣庄妇幼保健院、南京明德医院、汉川人民医院、英山县人民医院等一系列智慧医院合同。公司始终秉持“医疗先行”业务理念介入医院智能信息化建设，拥有数十个项目的经典案例。

表 7：公司智慧医疗典型项目

序号	典型医院项目
1	上海东方医院
2	上海东方肝胆外科医院
3	华中科技大学同济医学院附属协和医院
4	吉林大学第一附属医院
5	沧州市人民医院青华分院
6	湖北省疾病预防控制中心

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

公司已形成了“智能化+节能+信息化”三位一体的绿色智慧医院建设系统，但此前作为智慧医院总包商，医疗信息化软件主要依靠对外分包，收购成电医星后公司在智慧医院的业务布局基本完善。

图 27：绿色智慧医院三位一体



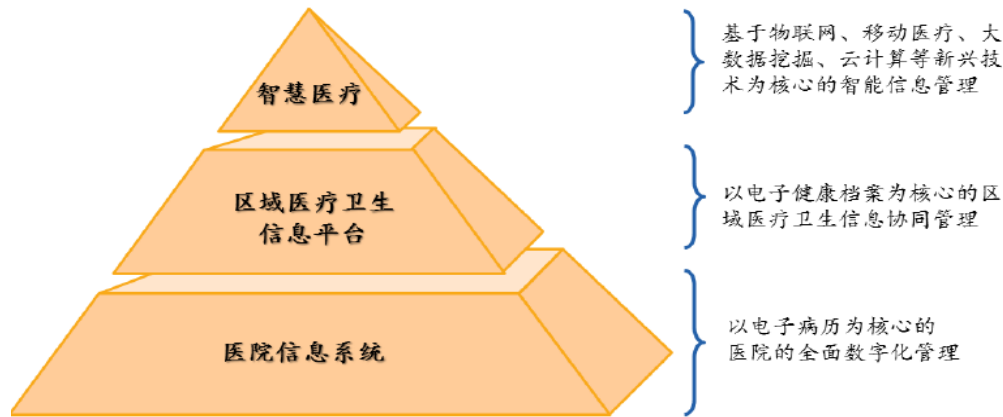
资料来源：公司网站，中国银河证券研究部

（二）收购成电医星实现转型升级，拓展大健康领域

1、成电医星是西部地区医疗信息化领先企业，产品齐全，研发能力强

成电医星主营业务为医疗信息化软件和产品开发、项目实施、技术服务及项目运营。主要产品包括医院信息系统、区域医疗卫生信息平台和智慧医疗信息管理系统。成电医星成立于 2006 年。经过多年发展，具备了提供医疗信息化整体解决方案能力，从一个区域性公司转变为全国性公司。医星目前在全国排名前十，在西部地区排名第一。医星产品中，医院信息系统已经累计在全国 17 个省市 1000 多家医院实施应用；区域医疗卫生信息平台包括电子病历、电子健康档案等，已先后在 4 个县市的 76 家医院和近 700 家卫生室使用，电子病历系统 2011 年被评为国家火炬计划项目。

图 28：成电医星三级产品体系



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

医星的核心竞争力在于产品研发优势，拥有多项专利以及六项国家科研项目，公司创始人拥有十多年的医生和医院工作经历，主打产品适用性较强，研发能力持续稳定。在电子领域与电子科技大学合作，从“产学研”的模式给予公司人员和技术上支持。

表 8：成电医星研发优势

项目计划	项目名称
国家发改委移动互联网及第四代移动通信（TD-LTE）产业化专项	健康移动互联网大数据关键技术研发及产业化
国家重点新产品计划	临床路径管理系统
国家科技部科技支撑计划	城乡一体化健康服务平台与应用示范-协同医疗卫生服务平台与应用系统
国家工信部物联网发展专项资金项目	社区远程生理信息实时监测系统研发及应用
国家火炬计划产业项目	智能电子病历系统
国家中小企业创新基金项目	面向区域医疗信息系统共享的数字健康档案系统

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

医星的特色产品主要有智能电子病历系统、区域化云平台管理和合理用药药品库，其中智能电子病历系统是国家火炬计划项目。公司区域化云平台产品已经有诸多经典案例，如成都市温江区城乡统筹区域卫生管理信息平台、河北省鹿泉市云计算区域医疗卫生信息系统、湖北省保康县区域卫生系统、云南省巧家县区域医疗卫生信息系统等。医星利用自己智能可分析的电子病历系统收集数据上传到区域云平台共享，提高医生的工作效率和医疗诊断质量，对医疗领域具有革命性意义。

表 9：成电医星产品特点

产品	成电医星	其他公司
智能电子病历系统	自由化输入技术，形成结构化个性化病历； 语素级临床汉语言解析技术，将纯自然语言转换为电脑可识别的语言方便统计分析； 纳入更多医学术语； 智能化适应医生写病历的习惯形成知识库	结构化电子病历，影响医生思路 不具备分析功能

区域医疗卫生信 息管理系统	通过区域大数据处理，改善地区整体医疗质量； 一个地区的医院可以通过接入区域平台实现登入需要使用 的系统，中小型医疗机构可以免于购买信息平台； 医院信息系统、社区卫生服务、健康管理档案三位一体；	各个主体自主建设导致重复投资、信 息孤岛
合理用药系统	药品知识库全面； 利用电子科技大学人员支持成本低廉。	须向专业机构购买，价格昂贵。

资料来源：中国银河证券研究部

图 29：成电医星业务布局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2、收购成电医星完善医疗产业链，加速向大健康领域拓展

(1) 切入上游医疗信息化行业，双方将在区域、业务、客户、战略四方面形成协同效应，“智能+节能+信息化”三位一体的绿色智慧医院更具核心竞争力

成电医星目前主要业务是医院信息系统，即 HIS 和 CIS 系统，正在开拓区域医疗信息平台（GMIS），这与延华智能依托医疗机构信息化系统及区域医疗平台，拓展至个人健康服务及养老领域的战略不谋而合。两者在业务和策略上形成优势互补，大大缩短了公司进入大健康管理领域的时间。

表 10: 延华智能与成电医星战略协同

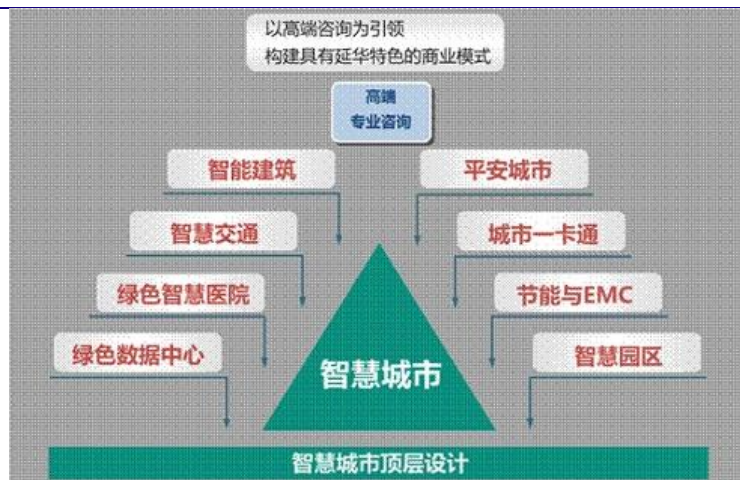
领域	延华智能	成电医星
区域分布	华东华中华南	西南西北
业务模式	提供绿色智慧医院系统集成方案	提供医疗信息化软件专项领域的整体解决方案
客户构成	主要为一级城市的大型医院	主要覆盖二、三级城市市县级医院
业务战略	以市场营销为核心	以研究开发为核心

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(2) 实现“医疗先行”与“智城模式”良性互动, 推动“智城模式”在全国复制和推广

未来公司智慧医疗业务将成为“智城模式”标准名片的重要部分, 加快在全国推广和复制。智慧医疗搭载在延华推进的智城模式上自上而下的推进, 能够快速占领市场。因为智城模式是和当地政府共同出资设立的落地在当地的一家融合顶层设计, 建设, 运营一体化的平台公司, 其在未来的运营和数据挖掘方面将扮演重要角色, 迅速切入当地市场。收购成电医星整合后智慧医疗业务板块作为延华优势板块可以在全国各地智慧医疗建设领域实现突破, 从而带动智城模式发展。

图 30: 延华智城模式战略构成



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

(3) 加快向“大健康管理”领域纵深拓展

公司未来将打造卫生局管理端、医疗服务机构端、个人用户 APP (PC) 端三位一体的区域健康服务平台, 实现 B2B 向 B2B+B2C 的转型。收购成电医星后公司已完善了 B2B 智慧医疗产业链。今后将通过并购从 B2B 向移动医疗 B2C 领域拓展, 利用移动医疗、云计算、大数据、物联网等技术, 将健康服务与区域医疗资源结合, 打造由卫生局管理端、医疗服务机构端、个人用户 APP (PC) 端三位一体组成面向大众的区域健康服务平台, 客户从医院、政府 (B) 转向医院、政府 (B) + 个人 (C)。

图 31: 延华智能医疗领域战略规划



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

3、收购成电医星改善收入结构, 提升盈利能力

(1) 收购成电医星估值低, 未来公司医疗软件服务净利润占比有望超 50%

公司本次并购成电医星成交金额为 4.77 亿元, 占公司 2013 年总资产的 39.84%, 净资产的 68.92%。2014 年行业内进行了多次并购, 延华智能收购成电医星对应的 PE 最低, 为 13.50 倍, 远低于同行收购的估值。

表 11: 行业内公司收购情况比较

上市公司	收购标的	公告时间	收购对价	14 年净利润/承诺净利润	PE
延华智能	成电医星	2015-1-5	47745 万元	3537.88 万元	13.50
万达信息	上海复高	2014-7-30	60000 万元	3500 万元	17.14
万达信息	宁波金唐	2014-8-14	45000 万元	2500 万元	18.00
卫宁软件	山西导通	2014-6-25	28300 万元	2000 万元	14.15

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

成电医星承诺 2015/2016/2017 年扣非净利润不低于 3992/4990/6227 万元, 照此推算, 2016 年成电医星净利润将占延华智能合并报表净利润的 30%以上, 加之公司本身协同效应之后软件咨询业务占比增加, 2016 年来自软件服务收入净利润占比有望超过 50%。

表 12: 并购后公司净利润的构成

	2014E	2015E	2016E
公司自身净利润 (百万元)	63	87	116
成电医星净利润 (百万元)	35.4	39.9	49.9
合并报表净利润 (假设 6 月底合并, 百万元)		106.9	165.9

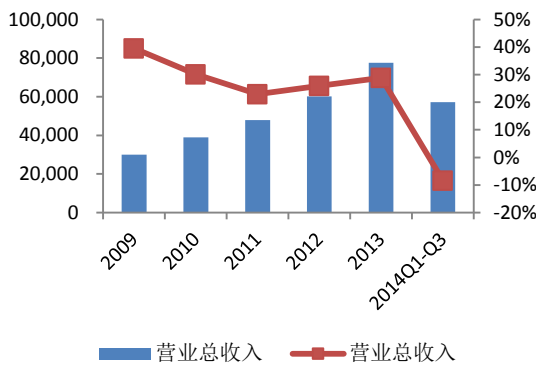
成电医星净利润占比	18.7%	30.1%
-----------	-------	-------

资料来源:中国银河证券研究部

(2) 收入结构转型: 毛利率和净利率明显提升, 收益质量提高明显

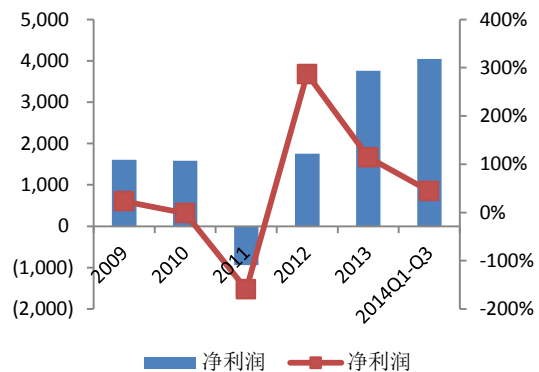
2014 年前三季度公司实现营业收入/归母净利润 7.71/0.40 亿元, YOY-8.4%/+44.3%, 净利润增速高于收入增速, 收益质量提高明显。公司在深化转型中不断加强项目管理质量和成本控制, 同时加大对高端咨询、智慧节能、智慧医院、智慧交通、软件研发等智慧城市业务板块的投入, 盈利能力已走上快速提升通道。

图 32: 延华智能营业收入及同比增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

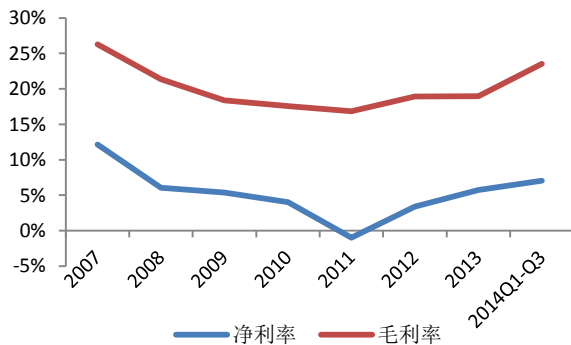
图 33: 延华智能净利润及同比增速



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

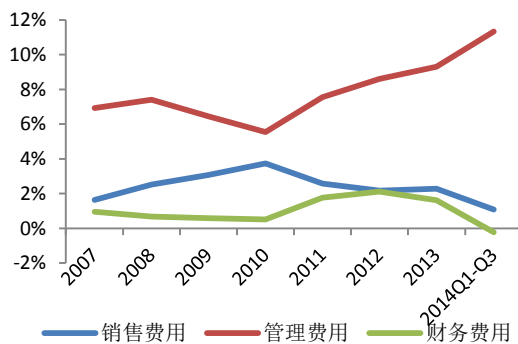
延华智能 2014 年前三季度毛利率和净利率分别为 23.5%和 7.0%, 同比提高了 5.4pct 和 2.2pct。毛利率和净利率的提升主要源自于公司业务结构转型。公司近年来费用中, 管理费用持续上升, 主要原因在于公司投入了大量研发费用。公司销售费用和财务费用下降, 体现了公司通过销售流程的不断优化提升了整体运营效率, 以及项目单体规模增加摊薄了销售费用。

图 34: 延华智能毛利率、净利率



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

图 35: 延华智能三项费用率



资料来源:wind, 中国银河证券研究部

(3) 成电医星净利率、人均销售收入远高于同行，增长潜力较大

成电医星 2014 年实现净利润 3537.88 万元，比 13 年增长了 74.12%；承诺净利润增长幅度为 25%左右。医星的各项业务中，软件销售占比最大，为 82.29%。软件开发收入上升速度最快，为 129.29%。

图 36: 成电医星营业收入及净利润/承诺净利润 (万元)

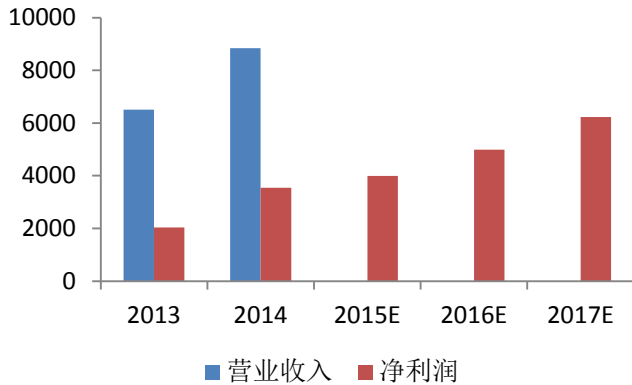
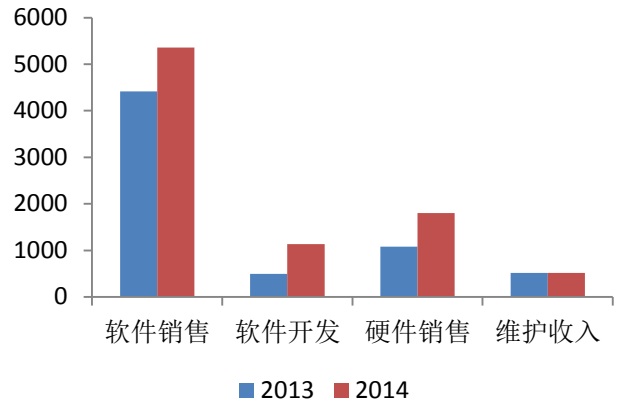


图 37: 成电医星各项业务收入 (万元)



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

成电医星 2014 年毛利率和净利率分别为 54.8%和 40.8%，2013 年毛利率净利率为 54.3%和 34.2%，在行业内领先于其他公司。主要原因在于医星的体量小，纯软件程度高，高于可比公司东软、万达等。

图 38: 成电医星与行业内可比公司毛利率对比

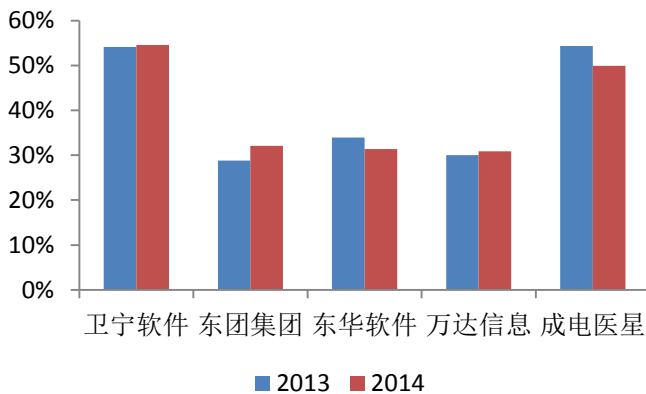
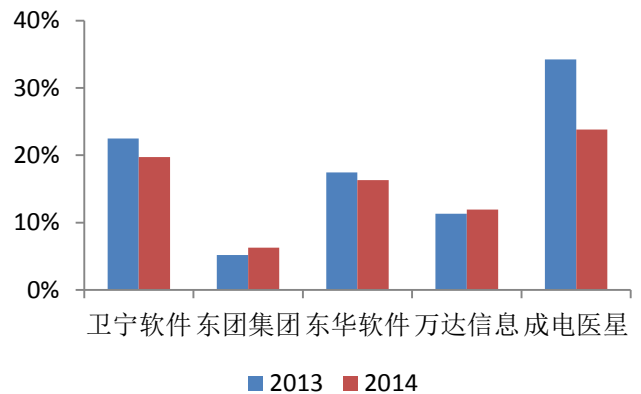


图 39: 成电医星与行业内可比公司净利率对比

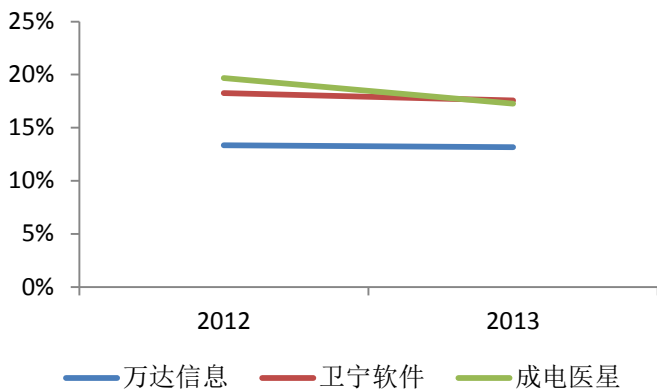


资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

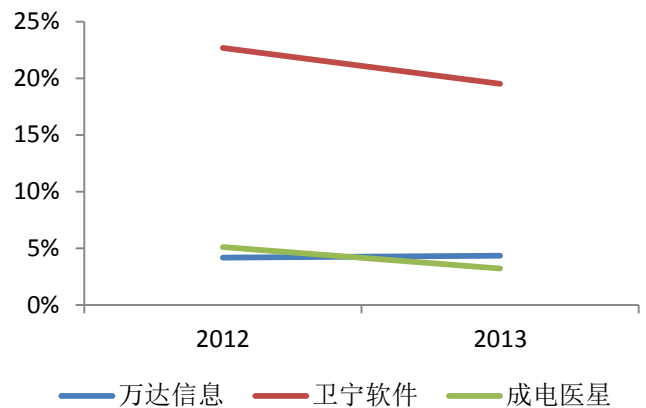
成电医星销售人员仅有 10 人，人均销收入 877.61 万元，远高于同行。收购完成后借助延华智能的智慧城市网络，收入增长潜力大。成电医星与同行业公司管理费用率基本持平，销售费用率远低于可比公司卫宁软件。据 2013 年年报，同类公司卫宁软件有销售人员 312 名，人均营业收入为 111.80 万元。公司产品销售主要是通过参加相关行业会议、向医院进行学术营销和依靠公司产品优势的口碑式销售。在加入延华之后，我们判断借助延华成熟的销售网络，收入规模上有望快速提升。

图 40: 成电医星与可比公司管理费用率对比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 41: 成电医星与可比公司销售费用率对比



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 公司未来业绩成长驱动因素

1、智城模式跨入 3.0 时代, 全国扩张加速

公司智慧城市模式较好的实现了地方政府及公司利益的双赢, 目前已在全国五个地方实现布局, 未来仍将实现快速扩张。公司创造性地提出了为各地打造“产业基金+产业基地+产业集群+合资公司”的三加一模式, 较好地整合了供应商、地方政府、金融机构等各方力量, 已先后进入武汉、海南、遵义、贵安和南京五地, 预计未来仍将实现快速扩张。

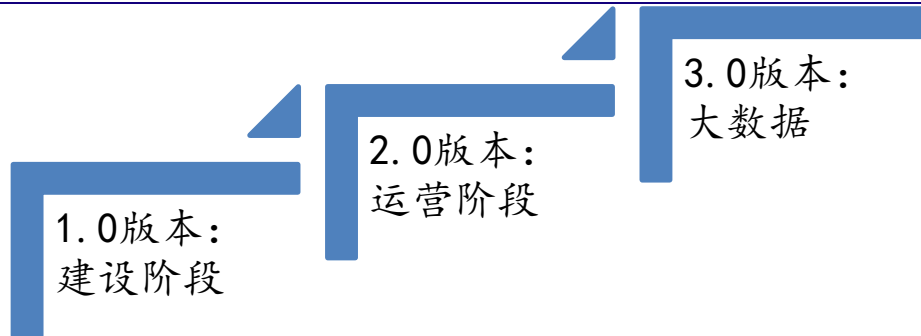
图 42: 公司智慧城市“三加一”模式



资料来源:公司网站, 中国银河证券研究部

在商业模式上公司智慧城市已从偏重于建设的 1.0 版本（武汉等），到偏重于运营的 2.0 版本（三亚等），目前已跨入大数据的 3.0 版本时代（融合大数据、物联网、云计算）。延华智能公司是智慧城市的门户，不仅是智慧城市的建设平台，而且是智慧城市的运营机构和融资平台，在介入大数据的获取、管理及运营之后，3.0 版的智慧城市不仅可实现城市更高效的管理，而且可以介入市民的健康管理、养老助老等更高层次的业务。

图 43：智慧城市三个发展阶段



资料来源：中国银河证券研究部

2、内生外延双轮驱动，借力并购基金延伸产业链

公司 14 年 10 月与英飞尼迪创投签署合作框架协议，拟共同发起设立上海英飞延华创投公司及上海延华英飞创业投资基金。并购基金将以智慧城市领域的产业并购为导向，主要对智慧城市相关领域产业链上的高科技成长型未上市企业进行投资。

该并购基金对于公司的战略意义在于：（1）通过产业并购实现内生、外延扩张的双轮驱动战略，实现智慧城市产业链的快速延伸。（2）借助英飞尼迪在智慧医疗、智慧安防等多个产业资源整合的经验，将以色列智慧城市的先进技术、雄厚的金融资本和国内外并购业务的丰富经验有效融合。（3）公司在并购基金中拥有一票否决权，对并购标的拥有优先购买权，通过并购基金的管理与培育，可快速实现符合自身战略的并购扩张。

3、与华数集团战略合作，完善大健康终端布局

公司于 2014 年 7 月与华数集团签订战略合作框架协议，华数集团拥有覆盖全国 28 个省百余城市的广电网络以及 5000 多万互联网电视终端。双方合作将实现市场信息共享和资源平台共享，公司可通过华数平台进入家庭数字化健康领域，同时发展可穿戴医疗设备和走到户外的移动医疗，有利于加快公司在大健康领域的终端布局。

4、股权激励设定业绩增长底线

为了更好地汇聚人才、激励人才，公司在 2014 年上半年推行并实施了限制性股票的股权激励方案。此次激励对象范围广、解锁条件高。对于公司管理团队做大市值，加速业绩释放具有重要意义。

表 13：公司限制性股权激励计划

项目名称	影响
行权条件	相当于 2014-16 年扣非后净利润增长分别达 40.0%、28.6%、22.2%。

考虑到 2013 年扣非后 ROE 仅为 5.8%，若达到 7%、8%、9% 的扣非后加权 ROE 条件，我们测算 2014-16 年扣非后净利润增速应分别达到 70%、30%、29%。

首次授予限制性股票成本 3,893.74 万元，其中 2014-2017 年激励成本及影响测算 1,380.86/1,600.46/715.02/197.40 万元，对 EPS 影响分别达 0.037/0.042/0.019/0.005 元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、风险提示

宏观经济波动风险。宏观经济的波动将会影响公司继续实施智慧城市的计划，大量的资金无法回笼会造成应收账款高企，资金链上的问题，对公司的发展不利。

收购整合风险。公司完成收购成电医星之后，成电医星将成为公司的全资子公司。延华与成电医星的业务和客户范围存在一定的差异，能否顺利实现整合具有不确定性。若整合失败将影响双方协同效益的发挥，会对双方的正常业务发展造成不利影响。

医疗信息化行业市场竞争加剧风险。医疗信息化产业行业技术发展及产品创新变更较快，在新医改等多项政策的推动之下医疗信息化产业竞争将出现白热化。如果成电医星不能适应未来的市场变化，不能及时根据市场环境调整发展策略，将会使公司处于不利地位。

五、盈利预测、估值及评级

我们预测 2014~16 年 EPS 为 0.16/0.29/0.40 元（15-16 年 EPS 考虑股本摊薄），CAGR 达 64.2%。我们认为公司目前业务属性正逐步向卫宁软件、万达信息等平台型公司靠拢，且业绩有持续超预期可能，我们认为可给予公司 2016 年 45-50 倍 PE，目标价 18-20 元，维持“推荐”评级。

利润表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	602	776	1,059	1,511	1,951
营业成本	488	629	845	1,170	1,500
毛利率	18.9%	19.0%	20.2%	22.6%	23.1%
营业税金及附加	14	23	26	38	49
营业费用	13	18	22	30	38
营业费用率	2.18%	2.29%	2.10%	2.00%	1.95%
管理费用	52	72	87	116	144
管理费用率	8.61%	9.30%	8.20%	7.70%	7.40%
财务费用	13	13	7	9	12
财务费用率	2.12%	1.62%	0.69%	0.58%	0.64%
投资收益	6	4	4	5	5
营业利润	31	14	74	148	208
营业利润率	5.17%	1.80%	6.98%	9.82%	10.66%
营业外收入	1	13	15	17	18
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	32	27	89	165	226
所得税	8	5	18	30	41
所得税率	23.6%	20.2%	20.0%	18.0%	18.0%
少数股东损益	3	7	13	16	19
归母净利润	18	38	58	119	167
净利率	2.92%	4.85%	5.49%	7.86%	8.54%
EPS (元)	0.05	0.10	0.16	0.29	0.40

现金流量表 (百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	18	38	58	119	167
少数股东权益	3	7	13	16	19
折旧和摊销	288	263	9	10	11
营运资金变动	411	556	30	-34	-41
其他	3	149	-84	8	11
经营现金流	723	1,013	26	120	167
资本支出	25	29	-18	-13	-13
投资收益	45	58	4	5	5
资产变卖	-574	-837	0	0	0
其他	503	750	0	0	0
投资现金流	0	0	-14	-8	-9
发行股票	-2	5	36	0	0
负债变化	35	980	-41	69	36
股息支出	0	0	-17	-36	-50
其他	-33	-985	-7	-9	-12
融资现金流	0	0	-30	24	-27
现金及等价物	723	1,013	-17	136	132

资产负债表(百万元)

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	198	335	318	453	585
存货	222	345	422	585	750
应收账款	137	113	156	222	287
其他流动资产	54	190	202	220	238
流动资产	610	984	1,097	1,480	1,860
固定资产	133	129	140	146	152
长期股权投资	65	65	65	65	65
无形资产	0	0	0	1	1
其他长期资产	23	21	17	14	10
非流动资产	221	215	224	226	228
资产总计	831	1,198	1,321	1,707	2,088
短期借款	173	168	115	184	219
应付账款	168	240	322	446	572
其他流动负债	105	94	184	278	363
流动负债	446	501	621	907	1,154
长期负债	14	0	0	0	0
其他长期负债	2	4	7	7	7
非流动性负债	17	4	7	7	7
负债合计	462	506	628	914	1,160
股本	134	172	372	416	416
资本公积	110	389	242	199	199
股东权益合计	256	577	653	736	853
少数股东权益	51	27	40	56	75
负债权益总计	831	1,198	1,320	1,707	2,088

主要财务指标

主要财务指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	25.89	28.83	36.50	42.69	29.09
营业利润	(7.59)	(55.18)	429.71	100.74	40.02
净利润	(286.91)	114.24	54.59	104.25	40.19
利润率 (%)					
毛利率	18.92	18.97	20.24	22.58	23.09
EBIT	5.88	4.41	7.44	10.38	11.24
EBITDA	53.74	38.33	8.28	11.05	11.82
净利率	2.92	4.85	5.49	7.86	8.54
回报率 (%)					
净资产收益率	6.85	9.03	9.46	17.10	20.96
总资产收益率	2.25	3.86	4.74	8.11	9.09
其他 (%)					
资产负债率	55.60	42.20	47.52	53.56	55.58
所得税率	23.56	20.17	20.00	18.00	18.00
股利支付率	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 公司股权结构.....	3
图 2: 智慧城市产业链.....	3
图 3: 智慧城市建设应用.....	3
图 4: 智慧城市试点城市.....	4
图 5: 2011-2015 我国智慧城市 IT 投资规模及增长.....	5
图 6: 智慧城市 IT 投资结构.....	5
图 7: 医疗信息化经历的技术路径.....	6
图 8: 2013 年我国医院医疗信息化投入规模比例.....	7
图 9: 2013 年美国医院医疗信息化投入规模比例.....	7
图 10: 医疗信息化市场容量预测 (亿元).....	7
图 11: 2011-2014 年医疗机构数量 (所).....	7
图 12: 美国大健康产业结构图.....	8
图 13: 中国大健康产业结构图.....	8
图 14: 中国健康卫生支出占 GDP 比例较低.....	8
图 15: 医疗健康支出占 GDP 比例.....	8
图 16: 人均医疗健康支出金额 (美元).....	8
图 17: 全球健康支出总额及其增长率.....	9
图 18: 我国老龄化程度将日益加剧.....	10
图 19: 慢性病发病率不断升高.....	10
图 20: 我国城镇化率不断提升.....	10
图 21: 城镇居民医疗支出显著高于农村居民.....	10
图 22: 2001-2013 年我国卫生费用占 GDP 的比重.....	11
图 23: 公司业务结构转型.....	12
图 24: 公司收入结构转型.....	12
图 25: 公司 2014H1 各项业务收入占总收入比重.....	12
图 26: 公司各项业务毛利率.....	12
图 27: 绿色智慧医院三位一体.....	13
图 28: 成电医星三级产品体系.....	14
图 29: 成电医星业务布局.....	15
图 30: 延华智城模式战略构成.....	16
图 31: 延华智能医疗领域战略规划.....	17
图 32: 延华智能营业收入及同比增速.....	18
图 33: 延华智能净利润及同比增速.....	18
图 34: 延华智能毛利率、净利率.....	18
图 35: 延华智能三项费用率.....	18
图 36: 成电医星营业收入及净利润/承诺净利润 (万元).....	19
图 37: 成电医星各项业务收入 (万元).....	19
图 38: 成电医星与行业内可比公司毛利率对比.....	19
图 39: 成电医星与行业内可比公司净利率对比.....	19

图 40: 成电医星与可比公司管理费用率对比	20
图 41: 成电医星与可比公司销售费用率对比	20
图 42: 公司智慧城市“三加一”模式	20
图 43: 智慧城市三个发展阶段	21

表格目录

表 1: 公司近年来承接的重要项目	2
表 2: 公司拥有的专业资质	2
表 3: 我国主要城市的智慧城市发展战略	4
表 4: 智慧城市建设模式	5
表 5: 城市智能交通市场规模测算	6
表 6: 公司深化战略转型路径	11
表 7: 公司智慧医疗典型项目	13
表 8: 成电医星研发优势	14
表 9: 成电医星产品特点	14
表 10: 延华智能与成电医星战略协同	16
表 11: 行业内公司收购情况比较	17
表 12: 并购后公司净利润的构成	17
表 13: 公司限制性股权激励计划	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn