

易联众(300096.SZ) 其它技术服务行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格(人民币): 17.79元
目标价格(人民币): 30.00-40.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	372.93
总市值(百万元)	7,649.70
年内股价最高最低(元)	39.55/13.73
沪深300指数	3179.16



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.109	0.054	0.201	0.359	0.480
每股净资产(元)	1.59	1.65	1.99	2.57	3.40
每股经营性现金流(元)	0.15	0.13	0.28	0.58	0.78
市盈率(倍)	89.75	489.50	88.51	49.62	37.06
行业优化市盈率(倍)	88.55	202.40	156.77	156.77	156.77
净利润增长率(%)	16.08%	-50.05%	537.04%	78.37%	33.90%
净资产收益率(%)	6.88%	3.31%	17.41%	24.08%	24.38%
总股本(百万股)	430.00	430.00	742.50	742.50	742.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **事件:** 公司4月26日发布公告称, 拟向厦门麟真、华夏人寿等在内的5名对象非公开发行31,250万股, 拟募资总资金450,000万元用于建设医疗健康服务运营平台、民生信息服务运营平台、大数据中心以及产业金融项目。
- **新模式:** 公司深耕民生信息化15年, 拥有“软件平台、自助终端、制卡发卡及系统运维”完整的社保信息化建设资质、认证及经验, 是中国最大的医保及社保业务运营商。公司以社保、医保卡为载体、医院自助终端为入口切入医疗、医保、医药“三医联动”产业链, 通过和政府合作, 率先打造“三医联动”大数据运营平台, 推出了医改软件包, 为医药改革、分级诊疗、远程医疗、医保控费打下了坚实的基础, 并通过产业金融为企业和个人提供金融和医疗服务, 加速实现数据资源的变现。
- **新起点:** 作为国务院发文推广的“三明模式”背后的医疗信息化承建商, 公司医疗卫生信息化的解决方案受到政府及业界的广泛认可。公司针对三明医改创建的医疗信息化整体解决方案成为医改的有力工具。公司基于社保卡实名认证、建立个人预付金融账户的医疗支付平台“健康通”在福建省人民医院等多家医院正式上线。2015年公司先后中标广东省、安徽省、宁夏回族自治区三个省级人社信息系统, 省级公共服务平台由原有的3个省份扩展至6个省份, 公共服务平台覆盖的企业数量在2016年末将达到500万家、3亿人, 未来数据变现潜力拥有无限想象空间。
- **新空间:** 通过本次定增, 公司将完成从民生信息服务提供商向运营商转变, 和战投的深度合作, 深挖多年来积累的海量数据, 通过租赁、商保等创新型服务将数据、流量变现; 我们认为募投项目落地后, 将拉开公司异地复制和产品创新的大幕, 预计公司今年的净利润有望达到1.5亿左右, 明年可达3亿元, 进入高速增长阶段。

投资建议与估值

- 我们预计公司2016-2018年EPS分别为0.20/0.36/0.48元, 三年复合增长率为55.7%, 对应2016-2018年市盈率分别为90/50/37x, 参照行业平均市盈率中值100X, 我们给予公司目标价30-40元、150亿市值, 考虑到公司募投项目的成长性, 公司未来发展潜力巨大, 首次覆盖给予买入评级。

风险

- “三明医改”推行不如预期; 募投项目投资建设不达预期; 应收账款过高。

宁远贵

联系人
(8621)61038200
ningyuanguai@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

内容目录

谋求变革的公司诞生-新易联众	3
管理团队变更（2014 年）	3
控股股权的更换（2015-2016 年）	3
传统稳健的公司变革之后站在-新起点	7
公司业务概况	7
智慧医疗行业发展态势	11
公司募投项目后-发展进入新起点	13
募投项目对公司业绩拉动效果模拟推算	18
对投资的理解-新空间	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：公司董事长变更（2014.8.11）	3
图表 2：公司近两年季度净利润率波动颇大	3
图表 3：公司股权结构示意图（截止 2016.4）	4
图表 4：定向增发股本结构变化	4
图表 5：此次定向增发后股权结构示意图	5
图表 6：定增募投项目	5
图表 7：公司发展历程	7
图表 8：公司发放金融社保卡用户分布图	7
图表 9：公司归母净利润增长情况	8
图表 10：公司业务营收拆分	8
图表 11：医疗卫生信息化领域主要产品	9
图表 12：公司承担了三明医改信息化重任，以科学的方式固化医改成果	10
图表 13：民生信息化领域主要产品	11
图表 14：医疗信息化市场高速发展	12
图表 15：医疗信息化投入规模不断扩大	12
图表 16：社保支出不断增加	13
图表 17：2020 年社会保障信息化建设市场接近 120 亿元	13
图表 18：易联众（医疗+互联网）CBBS 商业模型	13
图表 19：医疗健康服务运营平台	14
图表 20：民生信息服务运营平台	15
图表 21：大数据中心项目	16
图表 22：产业金融项目	17
图表 23：募投项目对净利润模拟推算	18
图表 24：估值分析比较	19

谋求变革的公司诞生-新易联众

管理团队变更（2014年）

- 2014年8月11日，公司发布关于管理层变动的公告：
 - 公司董事长古培坚先生由于个人原因，辞去公司董事、董事长、董事会战略委员会主任委员职务。古培坚先生当时持有公司股份 4,468 万股，占公司总股本的 25.98%。
 - 张曦先生通过投票推选，继任为公司董事长。

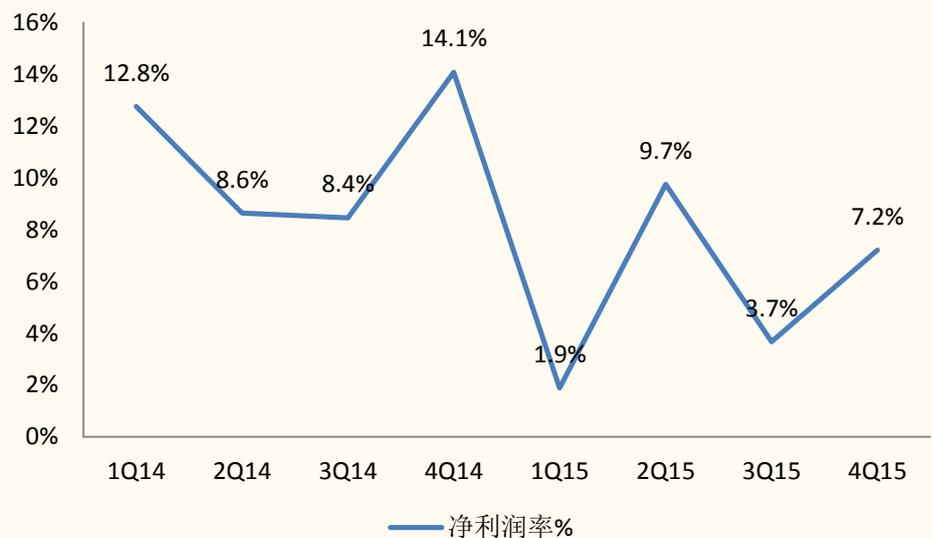
图表 1：公司董事长变更（2014.8.11）

	职务	姓名	当时持股比例（%）	附注
辞职方	董事长	古培坚	25.98	原第一大股东
继任方	董事长	张曦	0.00	-

来源：国金证券研究所，公司数据

- 张曦先生担任公司董事长后，在上市公司中未持有股份；而古培坚先生辞任公司职位后，还是公司第一大股东，这导致公司经营管理团队缺乏与公司更深层次的股权利益绑定，市场担心由此带来经营管理动力不足问题。
- 纵观近两年易联众的净利润率，公司稳定地维持营利状态，但是 2015 年公司四个季度的净利润率波动颇大，这也让我们思考公司是否会寻求新的模式来为公司带来更大的上升空间。

图表 2：公司近两年季度净利润率波动颇大



来源：国金证券研究所，公司数据

- 但从 2015 年开始我们看到了公司围绕控股权的一系列动作如下：

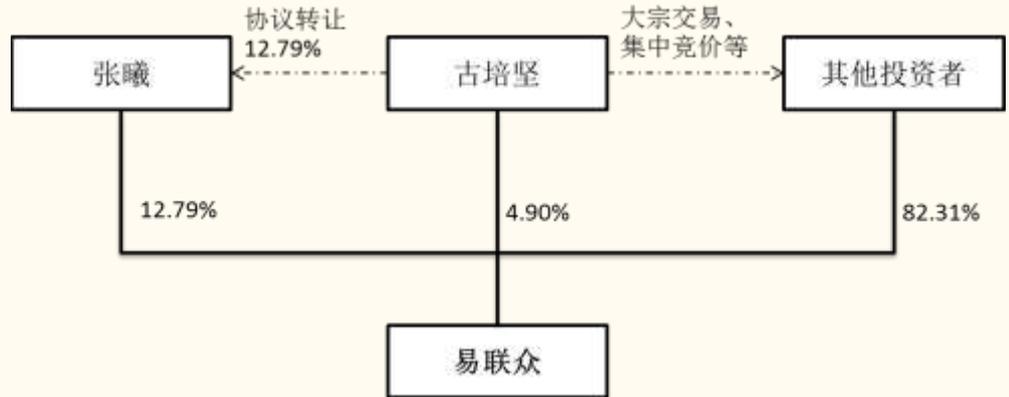
控股股权的更换（2015-2016年）

（1）方案介绍

- 第一步：原大股东协议转让+大宗交易减持，张曦成为第一大股东（已完成）
 - 2015年8月，古培坚先生通过协议转让将其持有的 5,500 万股公司股份转让给董事长张曦先生，占公司总股本的 12.79%，张曦先生成为公司第一大股东。
 - 2016年1月，古培坚先生先后通过大宗交易出售其持有的 1,830 万股公司股份，交易后古培坚持有公司股权下降至 4.90%。

- 截止目前，董事长张曦先生持有 12.79% 股权，古培坚先生持有 4.90% 股权，由于股权较为分散，公司尚无实际控制人。

图表 3：公司股权结构示意图（截止 2016.4）



来源：国金证券研究所，公司数据

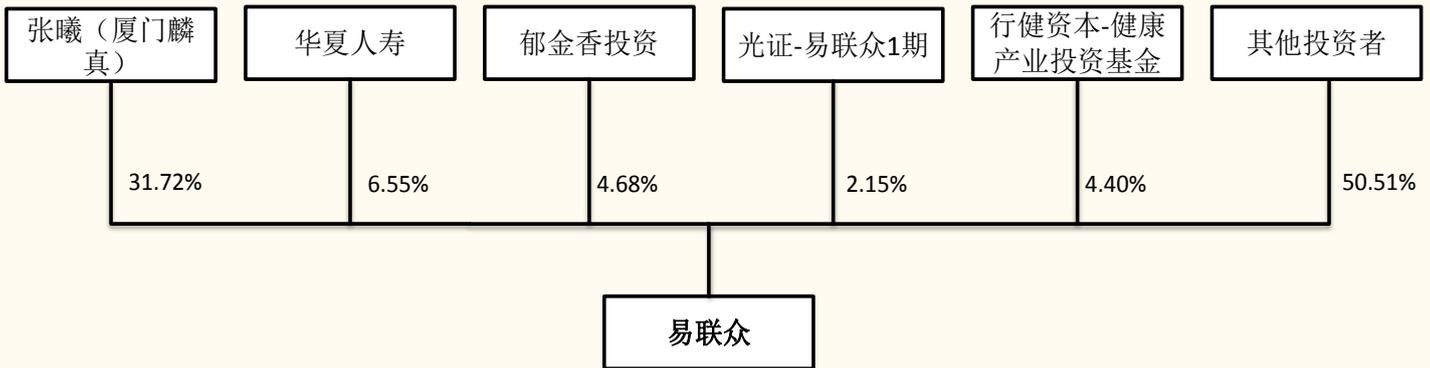
- 第二步：向大股东增发确立实际控制人，并引入战略投资者（方案尚待股东大会和证监会通过）
 - 此次公司公布定增方案，拟向厦门麟真、华夏人寿、郁金香投资、光证-易联众 1 期、行健资本-健康产业投资基金共计 5 名特定投资人，发行不超过 31,250 万股，所有认购对象以现金方式认购，发行价格 14.40 元/股，限售期三年，募集资金不超过 45.0 亿元。
 - 其中，第一大股东张曦先生（厦门麟真）将认购 180,555,556 股，占增发后股本的 31.72%，将成为公司的实际控制人；华夏人寿是公司引入的战略投资者；光证-易联众 1 期是公司第 1 期员工持股计划，公司部分董事、监事、高管员工将通过该资产管理计划参与认购本次非公开发行股份。

图表 4：定向增发股本结构变化

股东名称	发行前		本次认购股数	发行后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)		持股数量 (股)	持股比例 (%)
张曦 (厦门麟真)	55,000,000	12.79	180,555,556	235,555,556	31.72
华夏人寿	-	-	48,611,111	48,611,111	6.55
郁金香投资	-	-	34,722,222	34,722,222	4.68
光证-易联众 1 期	-	-	15,972,222	15,972,222	2.15
行健资本-健康产业投资基金	-	-	32,638,889	32,638,889	4.40
其他	375,000,000	87.21	-	375,000,000	50.51
总股本	430,000,000	100	312,500,000	742,500,000	100

来源：国金证券研究所，公司数据

图表 5：此次定向增发后股权结构示意图



来源：国金证券研究所，公司数据

(2) 战略投资者介绍

- 华夏人寿是 2006 年 12 月经保监会批准设立的全国性保险公司，主营人寿保险、健康保险和意外伤害保险等人身保险业务以及上述业务的再保险业务，同时开展国家法律法规允许的保险资金运用业务。
- 华夏人寿是国内保险领域中市场份额领先的金融企业，具有丰富的金融产品开发、风险控制体系建设、内部流程管理、线上系统搭建、项目尽职调查、投融资管理等经验。

(3) 引进战略投资者的意义

- 公司此次非公开发行引进华夏人寿作为战略投资者，将为公司产业金融项目的开展提供强有力的支持。华夏人寿是国内保险领域中市场份额领先的金融企业，具有丰富的金融产品开发、风险控制体系建设、内部流程管理、线上系统搭建、项目尽职调查、投融资管理等经验。上述战略投资者将就此项目，在人员配置、系统搭建、流程建设、资源整合等方面为公司提供相关支持工作，助力公司产业金融项目快速、高效地实施。

(4) 募投项目的意义

- 公司是国内民生信息服务行业第一家上市公司，面向政府、企业和社会公众提供便捷、易用的民生产品和服务。公司业务范围覆盖福建、安徽、湖南、广西、山西等 20 多个省份，服务人群超过 3 亿。
- 此次定增募集资金 45 亿元将用于医疗健康服务运营平台、民生信息服务运营平台、大数据中心、产业金融项目和补充流动资金等募投项目。

图表 6：定增募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(万元)	拟投入募集资金数额(万元)
1	医疗健康服务运营平台	192,888.78	192,359.72
	其中：远程医疗	73,669.99	73,669.99
	掌上医院	6,040.27	6,040.27
	智慧医药	8,791.28	8,791.28
	医疗支付一卡通	89,898.16	89,898.16
	铺地流动资金	14,489.08	14,489.08
2	民生信息服务运营平台	83,560.76	83,560.76
3	大数据中心	22,834.88	22,834.88
4	产业金融项目	142,148.66	142,148.66
	其中：融资租赁	60,000.00	60,000.00
	商业保理	60,000.00	60,000.00
	保险及理财产品代理销售	22,148.66	22,148.66
5	补充流动资金	8,566.92	8,566.92
	合计	450,000.00	450,000.00

来源：国金证券研究所，公司数据

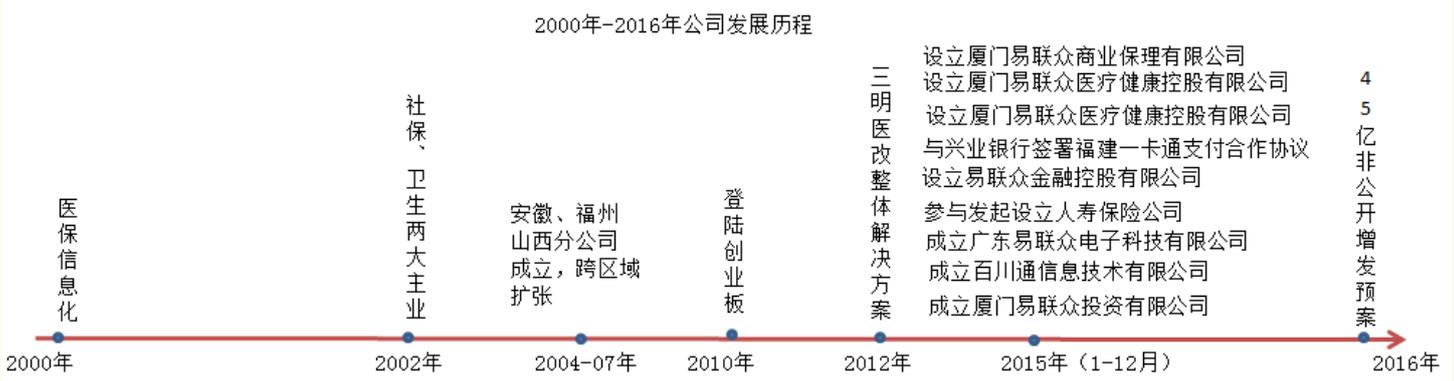
- 此次募投项目的意义在于：
 - **1. 整合和升级现有的远程医疗、掌上医院、智慧医药以及民生支付等业务。**公司依托大量医院建立良好的合作关系，借助 PACS、LIS、RIS 在医院系统的铺设，为远程医疗的顺利开展提供了优质的医疗资源和全面的软硬件基础；公司的掌上医院产品“易就医”已在福建省人民医院、福建省第二人民医院、福建省口腔医院等 10 家医院上线，院方和用户的反馈良好；公司的“药企通”已拥有 500 多家客户，医保定点药店系统覆盖 4,000 多家药店，与药店建立了紧密、直接的联系。2015 年，公司基于社会保障卡实名认证、建立个人预付金融账户的医疗支付平台“健康通”在福建省人民医院正式上线，是全国首个依托第三方支付搭建的、全省各医疗机构内通用的医疗费用实时无感结算支付一卡通平台。目前已覆盖福建省人民医院、福建省口腔医院、福建省立医院、福建协和医院等三甲医院，在医疗支付领域已取得阶段性重大成果。2015 年 9 月，公司与兴业银行股份有限公司签署了《福建省医疗支付一卡通项目业务合作协议》，就福建省医疗支付一卡通项目的建设实施合作达成协议。
 - **2. 以现有业务模式为基础，构建批量运作的民生信息生态系统。**目前，公司主要以项目制为主的方式完成各地政府民生信息服务运营平台的建设，本项目以此业务模式为基础，进一步通过 PPP 方式与更多的地方政府进行广泛合作，协助政府建立人力资源和社会保障网上经办平台，引导公共服务系统的建设方向，在满足政府部门建设需求的同时，采用 PPP 模式市场化运作，实现服务人群在运营平台的大批量转化与导入，为政府、企业、个人提供政务服务、信息化服务、金融服务、生活服务等。此外，本项目所吸纳的海量数据资源将会对大数据中心提供有力的支撑，亦能够对医疗健康服务运营平台、产业金融业务贡献精准、有效的活跃用户，从而构建多方共赢的民生领域生态系统圈。
 - **3. 整合挖掘内部和第三方大数据，为公司带来新的盈利增长点。**依托公司民生信息服务平台所覆盖的诸多省份的个人与企业信息，以及医疗健康领域的基础先发优势，大数据中心将服务政府、企业和个人的数据资源与互联网等第三方海量数据资源进行融合，并进一步进行综合统计、分类汇总以及数据深入挖掘分析，面向政府提供个性化、多层次的大数据决策分析整体解决方案，为企业提供个人信用评估服务、企业信用评估服务等大数据分析服务，面向保险机构提供保险产品支持服务。
 - **4. 依托主业积累的用户资源，产业金融与主业融合协同发展。**借助与医院、卫生医疗机构、药店等客户多年的合作关系，公司熟悉医疗客户的资质情况，了解其在医疗器械设备和医药采购方面的资金需求。此外，依托 PACS、RIS 等信息系统在医疗机构诸多医疗设备上的铺设，公司熟悉医疗器械设备的运行情况，具有开展医疗器械设备供应商保理业务、医疗机构融资租赁业务的天然优势。同时，基于医疗、医药产业链的大数据分析能力，能有效地对潜在客户进行挖掘，在综合评估整条供应链、上下游配套企业的综合运营实力的基础上，为医疗机构相关产业链主体提供服务，助力其优化财务状况和资产结构、改善现金流、盘活存量资产，并提高资金使用效率。
- 此外，公司十五年来积累的庞大民生用户群体存在着巨大的潜在理财需求，而公司利用大数据技术，通过分析用户行为可实现对用户类别的准确细分，并定位用户群特征，洞察用户需求和理财偏好，实现场景化流量导入及互联网金融精准营销，从而有效满足平台用户的金融需求，在促进资本流通和资源优化的同时，亦为公司各项业务协同发展提供了强有力的保障。
- 以上是我们根据方案给出的一些结论。我们认为通过这样的资本运作，完成新老股东的更替，股权结构的优化，全新的募投项目表明公司在进入一个新的战略发展阶段，新股权、新团队、新业务的良好布局旨在打造一个新的易联众。

传统稳健的公司变革之后站在-新起点

公司业务概况

- 公司创立于 2000 年，是国内民生信息服务行业首个上市公司，是全国为数不多拥有“从软件平台、硬件实施、制卡发卡及数据运维”完整的社保信息化建设资质、认证及经验的企业。公司面向政府、企业和社会公众提供金融社保卡/居民健康卡、自助终端及医疗健康、公共卫生、社会保障等民生领域易用便捷的全线产品和服务，致力成为中国民生信息服务领导企业。

图表 7：公司发展历程



来源：国金证券研究所，公司数据

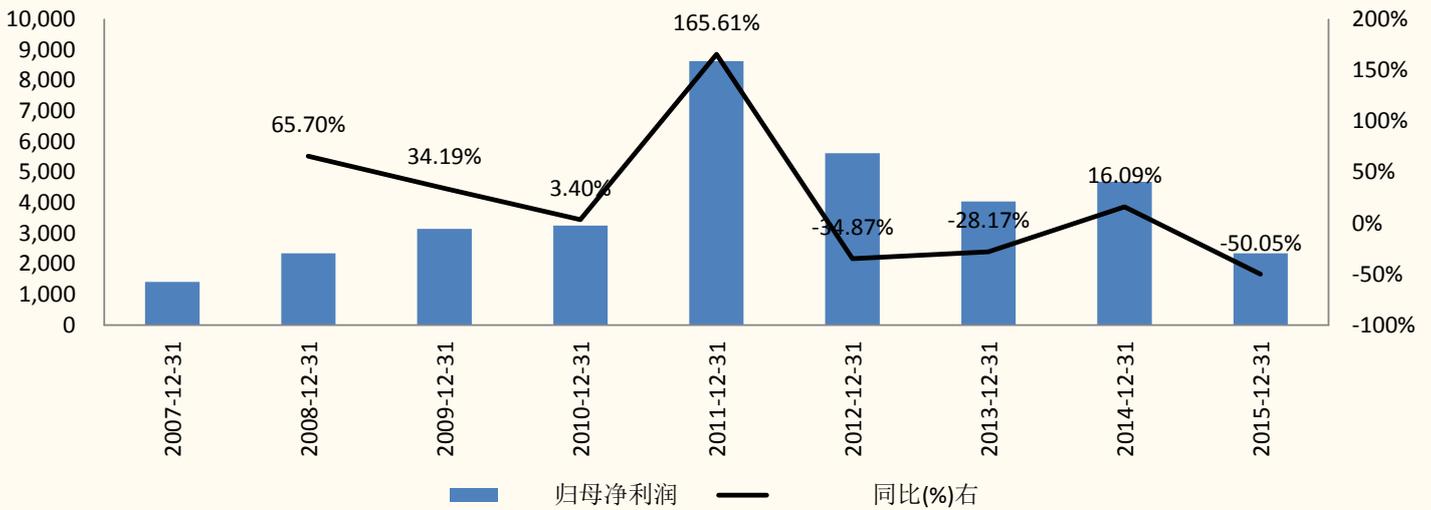
图表 8：公司发放金融社保卡用户分布图



来源：国金证券研究所，公司数据

- 公司 2015 年实现营收 37,409.92 万元，同比下降 6.98%，净利润 2,342.8 万元，较去年同期下降 50.05%。我们看到，公司在 2011 年进入高增长，主要是因为社保卡发放量较 2010 年大幅提高，2011 年确认收入的发卡量约为 2,200 万张，远高于 2010 年的 500 万张。同时，管理费用率从 2010 年的 17% 下降至 2011 年的 11%，从而导致净利润大幅增加。然而，从 2012 年后，公司的业绩成长再无显著提升，因而我们看到公司迫切寻找新起点的需求。

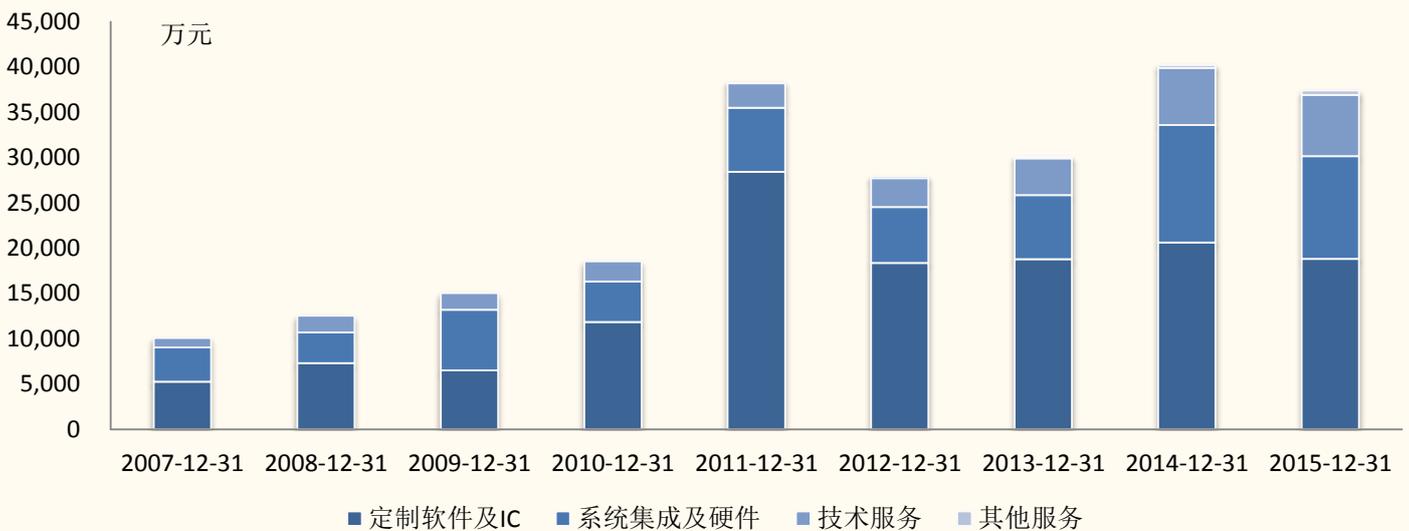
图表 9: 公司归母净利润增长情况



来源: 国金证券研究所, 公司数据

- 营收比重方面, 按产品分类, 公司业务主要可分为定制软件及 IC、系统集成及硬件和技术服务三大类。2015 年定制软件及 IC、系统集成及硬件和技术服务分别占总营收 50.3%、30.4%以及 18.0%。

图表 10: 公司业务营收拆分



来源: 国金证券研究所, 公司数据

- 而按应用领域分, 公司主营业务大致可分为医疗卫生信息化领域以及民生信息化领域。
- **医疗卫生信息化领域**, 公司产品覆盖了医疗保障、区域卫生、院内信息化、基层医疗服务等。公司产品渗透至全国 13 个省市, 242 家医院, 1 万 3 千家基层医疗卫生机构。公司在医疗卫生信息化领域的布局帮助医院有效重新分配了医务资源, 同时提高了医院的运转能力, 使医患就医难的问题得到了妥善的解决。

图表 11：医疗卫生信息化领域主要产品

业务种类	具体产品/服务	发展状况
医院信息系统 软件产品		易联众的医疗业务团队拥有 15 年的研发及服务经验，开发了医疗信息化全线产品，覆盖全国 13 个省市，242 所医院，基层医疗卫生机构近 1 万 3 千家。
“三医联动”解决方案		公司与福建省三明市政府合作，通过易联众覆盖医疗、医保、医药全面的“三医联动”解决方案，创造了闻名全国的“三明医改模式”。
健康通、易就医、易购药等移动端 APP		通过与医院管理系统、医院自助终端、医保支付结算系统、社保卡管理系统等互联互通，建设医院的掌上医疗移动应用，为就诊的患者提供多渠道、方便的医院一卡通缴费、支付、自助业务办理等信息化服务，优化就诊、购药环节的用户体验。

来源：国金证券研究所，公司数据

- 2015 年，公司成功地帮助福建省三明市推行了“三明医改”模式。公司通过三明医改创新建设了医疗、医保、医药“三医联动”的信息化平台，推出了医改软件包，为医药改革、分级诊疗、远程医疗、医保控费打下了坚实的基础，是推动医改的有力工具。随着医改在全国的快速推进，公司也将把更多的经验和产品推向全国，助力全国医改，造福更多百姓。
- 公司作为“三明医改”背后的信息化承建商，公司医疗卫生信息化的解决方案构建能力受到国家及业界的广泛认可。公司针对三明医改所打造的全系统医改软件服务包成为全国医改的助推器，是信息化助力医改的典范。“三明医改”4 年，取得了 6 方面的成就：1) 群众看病负担明显减轻；2) 医务人员收入待遇大幅提高；3) 医院的医药总收入年年高增长势头得到有效遏制，医务性收入大幅提升，收入结构渐趋合理；4) 城镇职工医保基金安全运作 5) 病人转外就医率下降；6) 医院得到可持续发展。
- 2016 年 3 月，国务院副总理、国务院医改小组在召开的相关会议上，也进一步确定将陕西省、上海市、浙江省、四川省列为全国第二批综合医改试点省。第一批四个医改试点省份福建、安徽、江苏、青海，如今再加上上海、浙江，长三角三大省份都已经列入了医改试点。我们看到国家积极推广“三明医改”模式的信心，未来，“三明医改”的成功经验将被切实有效得推广复制至全国。而作为“三明医改”背后的信息化承建商，我们也坚定看好公司未来业绩的稳定保障。

图表 12：公司承担了三明医改信息化重任，以科学的方式固化医改成果



来源：国金证券研究所，公开资料

- **民生信息化领域**，公司长期专注于民生行业软件技术及服务的研究、开发、应用和推广工作，主营“以劳动和社会保障为核心”的民生行业应用解决方案与服务。公司最主要的产品金融社保卡，业务范围涵盖福建、安徽、湖南、广西、山西等 20 多个省份。社保卡、就诊卡等累计发卡量超过 1 亿张。

图表 13：民生信息化领域主要产品

业务种类	具体产品/服务	发展状况
金融社保卡 发卡业务		公司是多个省份的全保工程承建商，业务范围涵盖福建、安徽、湖南、广西、山西等 20 多个省份，社保卡、就诊卡等累计发卡量超过 1 亿张，位居行业前列。
人社公共 服务平台		公司在福建、山西、广西等省建立了人社公共服务平台，目前已覆盖参保企业 150 万家、参保人群 3 亿人，其中山西省是全国第一个采用 PPP 模式实现人社业务省级集中建设案例。
自助终端		公司已布设的自助终端近 7000 台。其中人社自助终端 2500 台，主要布设在福建、无锡、成都、安徽等省市。医疗自助终端 4357 台，覆盖 200 余家医院，其中三级医院布设 3115 台，为广大社保及医疗用户提供便捷高效的用卡环境。

来源：国金证券研究所，公司数据

- 公司近年来加大业务布局如大量发行金融社保卡、铺设人社与医疗自助终端等，虽减少了信息集成、软件提供等短期项目收益，但公司储备了大量的人社与医疗信息数据，这些方面有助于公司成为民生信息领域的大型运营平台。

智慧医疗行业发展态势

■ 医疗信息化

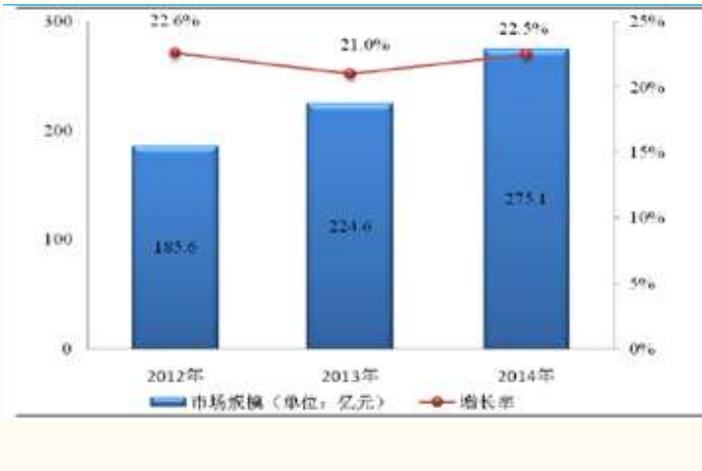
- 国家政策不断落地，创造良好发展环境。国家新医改政策对医疗卫生信息化在整个医疗改革中的战略地位予以确认，这为整个行业的发展提供了重要的政策基础保障。
- 医疗服务刚需特点，信息化建设前景广阔。医疗资源的分配决定了人的健康及生存问题，在任何社会都是最受民众关注。我国的医改从最初的普及基本医疗保障、强化基层医疗服务、建立基本药品供应制度等，到建立区域卫生信息平台、推进公立医院改革、分级诊疗制度，国家提出健康中国战略，未来将从治愈医学走向照顾医学，从治病走向防病。而信息化作为实现医疗发展的技术手段，其需求永无止境，行业发展永远在路上。据 IDC 数据显示，2016 年我国医疗行业 IT 花费市场规模将达 339.9 亿元，2011 至 2016 年的年复合增长率为 18.4%。尽管我国医疗卫生信息化投入增长较快，但与欧美等发达国家仍存在较大差距。2012 年我国医疗行业 IT 总花费占医疗卫生总费用的比例为 0.62%，而同期美国占比为 1.94%，发展潜力巨大。

图表 14：医疗信息化市场高速发展



来源：国金证券研究所，IDC

图表 15：医疗信息化投入规模不断扩大



来源：国金证券研究所，计世资讯

- 新兴医疗模式兴起，医疗信息化高速增长。以医改为核心的政策推动和智能移动终端的迅速普及，为移动医疗的应用、发展和创新提供了良好的条件。随着云计算、大数据、物联网、移动互联网等新技术逐渐应用于医疗信息化领域，诞生了诸如远程医疗、移动医疗等新兴细分行业，从而大幅拓展了医疗信息化行业的范畴，极大推动了医疗信息化行业的增长。从投入总量看，我国医疗信息化行业连续快速增长，根据计世资讯统计，2014 年医疗卫生行业的信息化投入规模达到 275.1 亿元，比 2013 年增长 22.5%，且连续多年保持两位数增长。

■ 民生信息化

- 民生行业投入持续加大，奠定坚实基础。“十三五”规划中指出：要坚持全民覆盖、保障适度、权责清晰、运行高效，稳步提高社会保障统筹层次和水平，建立健全更加公平、更可持续的社会保障制度。根据财政部公布的数据，2015 年社会保障和就业支出达到了 19,001 亿元，增长 16.9%，最近 5 年来国家对社保支出维持在年均 20% 的高增长态势。随着中央财政的大力投入与地方财政的积极配套，未来民生行业的投入将持续高速增长。信息化作为行业管理、服务与发展的重要支撑与未来方向，在行业发展中发挥着重要作用，已成为未来民生投资的重要领域。
- 人力资源、社会保障覆盖范围持续扩大，催生百亿级信息化市场。在“十三五”规划中明确指出了要大幅提升灵活就业人员、农民工等群体参加社会保险比例，加强公共服务设施和信息化平台建设，实施社会保障卡工程，持卡人口覆盖率达到 90%。截至 2015 年底，我国社会保障卡持卡人达到 8.8 亿人，目前覆盖率仅约 64%，仍存在较大的增长空间。随着我国金融社保卡覆盖范围的扩大，参保人数的增长，对我国未来的社保信息化建设提出了更高的要求，进一步的使得未来人力资源和社会保障信息化的投入将不断提升。根据赛迪顾问预测，到 2020 年，人力资源和社会保障信息化建设市场将接近 120 亿元。

图表 16: 社保支出不断增加



来源: 国金证券研究所, 统计局

图表 17: 2020 年社会保障信息化建设市场接近 120 亿元



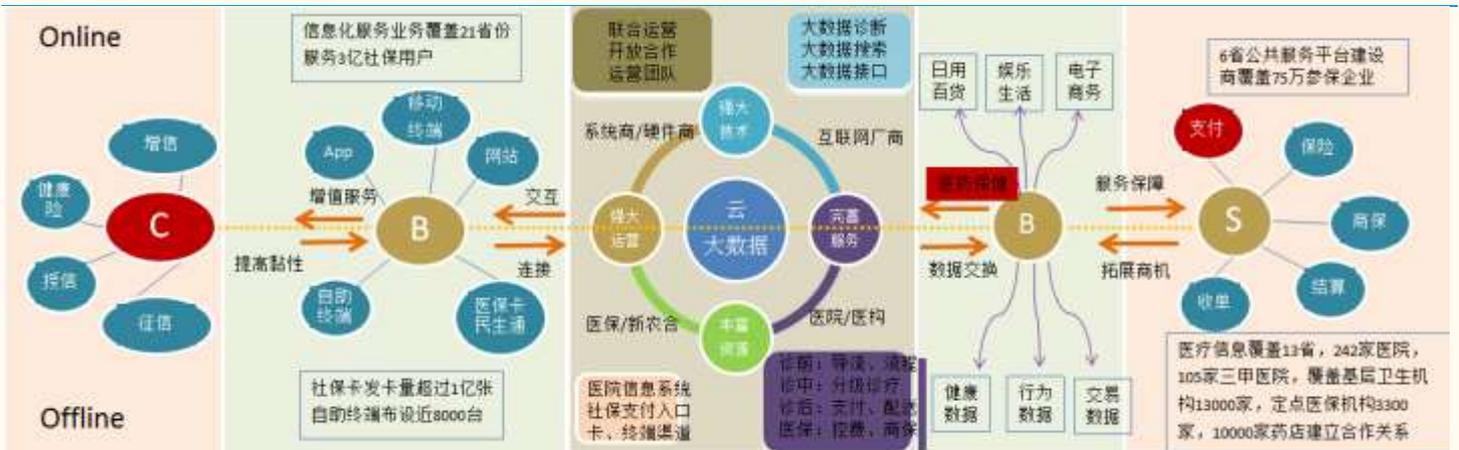
来源: 国金证券研究所, 赛迪顾问

- 人力资源、社会保障信息化系统升级、整合, 驱动用户大规模投资需求。根据“十二五”规划要求, 未来信息化建设将从以本地为主、区域性建设, 向全国协调、整体推进转变, 区域的协调与功能的扩展将带动系统的升级, 从而驱动用户信息化投资需求。同时, 单一核心平台建设向多系统整合也将为社保信息化市场提供持续发展动力。未来, 资源整合和信息互通将成为人社信息化建设的主要方向。公司在福建、广西和山西等地建立省级别集中建设的人社公共服务平台, 其中所承建的山西省人社公共服务平台是国内首个以 PPP 模式建设的人社公共服务平台。2015 年公司先后中标广东省、安徽省、宁夏回族自治区三个省级人社信息系统的建设, 省级公共服务市场由原有的 3 个省份扩展至 6 个省份。通过将新建系统与已有系统、市县系统与省级系统、跨区域系统整合, 以及社保系统与卫生、人口、银行等部门之间系统的信息互通等, 将大大提升业务经办效率, 方便普通民众“一窗式”办理社保业务, 是建设“民生为本”的社保系统的重要体现。

公司募投项目后-发展进入新起点

- 进入“互联网+”和大数据时代, 公司计划依托十五年来在医疗卫生、人力资源和社会保障等领域的核心技术优势和行业应用经验, 对已有业务进行升级, 提供更好的用户体验, 加快发展成为国内覆盖人群最广泛、服务最便捷、技术最领先的民生信息服务综合运营商。此次募投公司将重点发展 4 个项目: 医疗健康服务运营平台、民生信息服务运营平台、大数据中心项目以及产业金融项目。

图表 18: 易联众 (医疗+互联网) CBBS 商业模式



来源: 国金证券研究所, 公开资料

- 医疗健康服务运营平台。**公司紧密围绕医疗行业和健康服务业的发展需求，对公司现有的远程医疗、掌上医院、智慧医药以及民生支付业务进行有机整合和升级。本项目实施后，对于个人用户，在诊前阶段，用户可使用掌上医院进行预约挂号、缴费、查询检查报告及医生排班信息等；在诊中阶段，用户可通过远程医疗进行远程诊断、远程会诊、双向转诊等；在诊后阶段，用户可使用智慧医药进行药品购买。公司针对以上就医场景推出了“健康通”，为用户提供安全便捷的民生支付服务。对于企业用户，公司为医疗行业搭建区域影像平台，区域检验及影像检查结果互认共享综合管理平台等；为药店提供“药企通”等服务。

图表 19：医疗健康服务运营平台

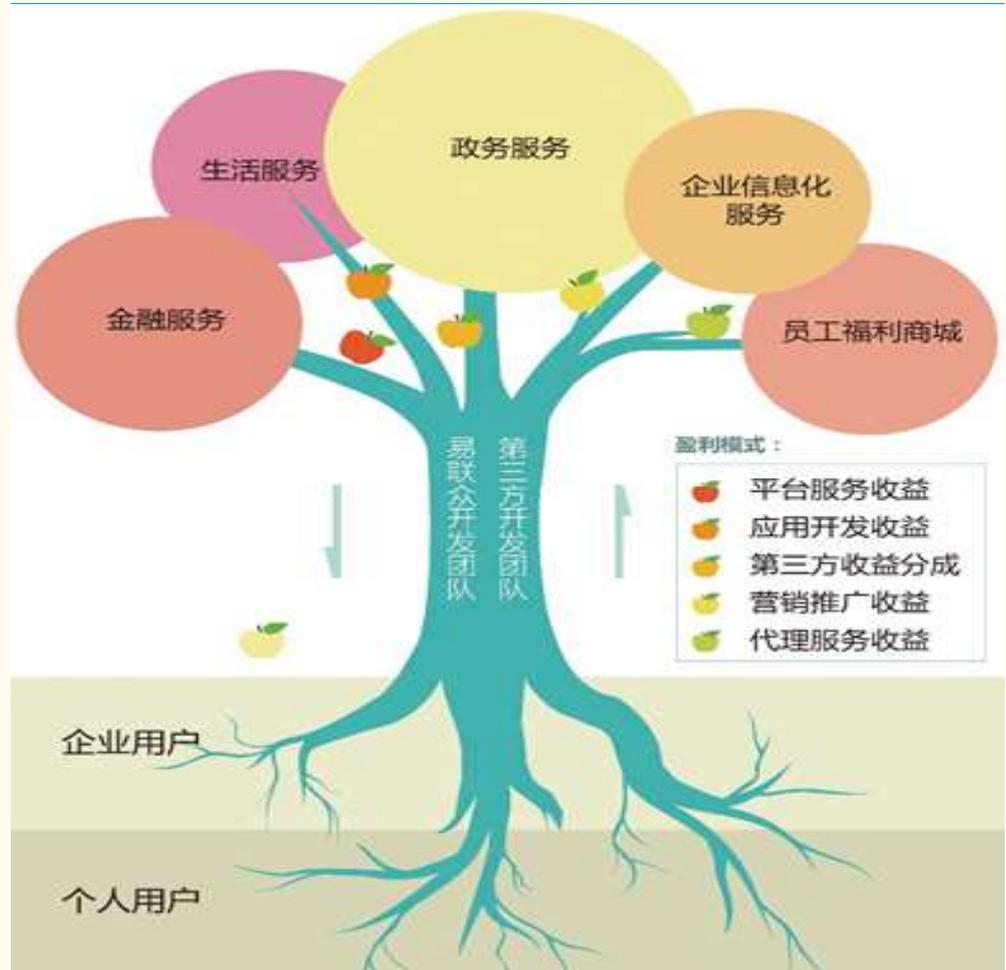


来源：国金证券研究所，公司数据

- 整合现有医疗相关业务的时机已经成熟。公司依托与大量医院建立的良好合作关系，借助 PACS、LIS、RIS 在医院系统的铺设，为远程医疗的顺利开展提供了优质的医疗资源和全面的软硬件基础。
- 庞大的客户群体为医疗健康服务运营平台迅速打开市场提供了有力保障。公司目前在医疗卫生领域的信息化业务已覆盖基层医疗卫生机构 13,000 多家、医保定点医疗机构 3,300 多家，并与 10,000 多家药店保持了良好的合作关系，在医疗信息领域积累了大量的客户群体。公司所提供的民生信息服务覆盖人群超过 3 亿，承建的山西省人社公共服务平台、广西省人社公共服务平台以及福建省各地市人社公共服务项目为公司积累了大量的客户。此外，此次民生信息服务运营平台项目的实施也将为医疗健康服务运营平台带来源源不断的用户流量，助力医疗健康服务运营平台更快速的占领市场，为未来业务的稳定增长提供持久的驱动力和可观的运营收入。
- 民生信息服务运营平台。**目前，公司主要以项目制为主完成各地政府民生信息服务运营平台的建设。本项目以此业务模式为基础，进一步通过 PPP 方式与更多的地方政府进行广泛合作，协助政府建立政务网上服务平台，引导公共服务系统的建设方向，在满足政府部门建设需求的同时，采用 PPP 模式市场化运作，实现服务人群在运营平台的大批量转化与导入，为政府、企业、个人提供政务服务、信息化服务、金融服务、生活服务等。此外，本项目所吸纳的海量数据资源将会对大数据中心提供有力的支撑，亦能够对医疗健康服务运营平台、产业

金融业务贡献精准、有效的活跃用户，从而构建多方共赢的民生领域生态系统圈。

图表 20：民生信息服务运营平台



来源：国金证券研究所，公司数据

- 丰富的项目实施经验为进一步拓展民生信息服务运营平台业务奠定了坚实基础。公司自成立以来始终专注于社会保障行业的信息化建设，历经十五年的持续发展，已在市场品牌、客户资源、行业经验、技术产品、人才团队、专业服务等方面形成了较强的竞争优势。公司在多个省份的人社公共服务平台已经上线运行，通过此次非公开发行，一方面，使得公司有足够的资金将业务范围拓展至更多的省份；另一方面，将平台建设成开放式的平台，为更多用户提供政务服务、信息化服务、金融服务和生活服务。
- 海量的服务人群为项目的规模化运营提供了有力保障。多年来，公司致力于为公众提供便捷、高效的民生信息服务，参与了多个省份的人社公共服务平台建设。目前公司社保卡、就诊卡等发卡量超过 1 亿张，自助终端布设超过 7,000 台，业务范围涵盖 20 多个省，服务人群超过 3 亿。公司将依托前期的技术、资源和人才积累，通过 PPP 模式进一步扩大民生开放式云平台的覆盖范围，促使民生信息服务运营平台快速向全民覆盖。
- 大数据中心项目。**依托公司民生信息服务平台所覆盖的诸多省份的个人与企业信息，以及医疗健康领域的基础先发优势，大数据中心将服务政府、企业和个人的数据资源与互联网等第三方海量数据资源进行融合，并进一步进行综合统计、分类汇总以及数据深入挖掘分析，面向政府提供个性化、多层次的大数据决策分析整体解决方案，为企业

提供个人信用评估服务、企业信用评估服务、精准营销等大数据分析服务，面向保险机构提供保险产品支持服务。

图表 21：大数据中心项目



来源：国金证券研究所，公司数据

- 多年来积累的大量资源以及募投项目实施为大数据中心提供了稳定持续的数据来源。公司在全国拥有 18 家分、子公司，在民生信息服务行业深耕多年，业务覆盖福建、山西、安徽、广东、湖南、广西等 20 多个省，服务人群超过 3 亿。公司拥有众多政府和医院等客户群体以及这些政府部门业务关联的衍生机构。此外，医疗健康服务运营平台、民生信息服务运营平台亦将为公司带来海量的高质量数据，庞大的数据规模为大数据中心的顺利建设提供了稳定、持续的数据来源。
- 丰富的项目管理经验保障大数据中心项目的顺利建设。经过多年的发展，公司已经具备了丰富的项目管理经验。公司承担过多个部级项目的设计研发，承担过 50 余个省级项目以及 1,000 余个市级项目研发建设，丰富的项目管理经验为大数据中心的顺利建设提供了保障。
- **产业金融项目。**近年来，受医疗机构诊疗收入结算模式转变、服务价格被严格控制等因素影响，医疗卫生相关产业链主体营运资金较为紧张，对设备和医药采购方面的金融服务需求较为迫切。公司为医院、基层医疗机构、药店、医疗设备及器械生产商提供相应的融资租赁、商业保理等产业金融服务。此外，民生信息服务运营平台覆盖海量个人及企业群体，他们也有着大量个性化的投资、融资需求。

图表 22：产业金融项目



来源：国金证券研究所，公司数据

- 相关产业金融行业拥有广阔的市场空间，且呈现高速发展态势。公司的产业金融业务主要利用在医疗卫生行业及上下游行业形成的客户基础，从满足机构客户和服务人群的金融需求、构建产业竞争优势出发，深入到融资租赁、商业保理业务、保险及理财产品代理销售领域。与公司目前业务相关的产业金融市场广阔，且呈高速发展态势。
- **融资租赁**很好地契合了医疗行业设备单价高、使用周期长且具备稳定现金流入的特点。我国医疗领域对融资租赁接受度较高，我国平均融资租赁渗透率仅 4% 左右，但医疗领域的融资租赁渗透率高达 25%。未来，医疗设备领域融资租赁容量将进一步扩大，预计 2014-2020 年平均增长速度将达到 32.45%。
- **商业保理**，目前医疗机构拖欠药品批发企业货款问题仍未缓解。根据 2,716 家上市公司公布的 2015 年半年报数据，2015 年上半年上市公司应收账款合计达到 3.06 万亿元，平均每家上市公司应收账款约为 11 亿元。
- **保险及理财产品代理销售**，近年来，中国互联网经济规模的不断扩大、金融服务模式的不断创新，互联网金融也因此异军突起。截至 2015 年 12 月，购买过互联网理财产品的网民规模达到 9,026 万，行业规模呈现爆炸式增长，拥有十分广阔的空间。互联网保险也已成为拉动保费增长的重要驱动力。2015 年中国互联网保险累计实现保费收入 2,233.96 亿元，占行业总保费收入比例增至 9.2%，对全行业保费增长的贡献率达到 33.97%。
- 依托主业积累的用户资源，产业金融项目可精准对接用户需求。产业金融项目主要围绕医疗产业链相关客户开展医疗器械设备和医药的融资租赁或保理业务。此外，依托 PACS、RIS 等信息系统在医疗机构诸多医疗设备上的铺设，公司熟悉医疗器械设备的运行情况，具有开展

医疗器械设备供应商保理业务、医疗机构融资租赁业务的天然优势。在潜在客户拓展方面，公司基于医疗、医药产业链的大数据分析能力，能有效地对潜在客户进行挖掘，在综合评估整条供应链、上下游配套企业的综合运营实力的基础上，为医疗机构相关产业链主体提供服务，助力其优化财务状况和资产结构、改善现金流、盘活存量资产，并提高资金使用效率。此外，公司十五年来积累的庞大民生用户群体存在着巨大的潜在理财需求，而公司利用大数据技术，通过分析用户行为可实现对用户类别的准确细分，并定位用户群特征，洞察用户需求和理财偏好，实现场景化流量导入及互联网金融精准营销，从而有效满足平台用户的金融需求，在促进资本流通和资源优化的同时，亦为公司各项业务协同发展提供了强有力的保障。

- 战略投资者的引进，为产业金融项目的开展确定了长期合作伙伴。公司此次非公开发行引进华夏人寿作为战略投资者，将为公司产业金融项目的开展提供强有力的支持。华夏人寿是国内保险领域中市场份额领先的金融企业，具有丰富的金融产品开发、风险控制体系建设、内部流程管理、线上系统搭建、项目尽职调查、投融资管理等经验。上述战略投资者将就此项目，在人员配置、系统搭建、流程建设、资源整合等方面为公司提供相关支持工作，助力公司产业金融项目快速、高效地实施。

募投项目对公司业绩拉动效果模拟推算

- 由于公司募投项目近两年处在投资布局阶段，因此今年对公司净利没有贡献，但我们预计从明年开始，募投项目将产生 6,318 万元的净利润，公司总体净利润将达到 2.7 亿，同比增长 78%。

图表 23：募投项目对净利润模拟推算

单位：万元		2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	关键假设	
存量业务	原有业务	15,135.36	20,302.73	11,715.92	11,253.30	16,879.96	系统运维和卡更新	
	同比 (%)		34%	50%	50%	50%		
新业务	医疗健康服务运营平台	-849.09	212.00	6,894.62	16,838.10	26,036.41	每家医院1.8-2亿元，ppp模式3-5年周期 (5家)	
	同比 (%)		n.a.	3152%	144%	55%		
	民生信息服务运营平台	-1,819.73	-633.03	2,663.23	8,598.33	9,643.08		
	同比 (%)		n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
	大数据	-66.81	799.58	2,661.53	6,000.62	11,676.20		1000万人口，人均授信5000，1.5%费率，三年实现
	同比 (%)		n.a.	233%	125%	95%		
产业金融	2,524.75	5,939.93	11,711.13	15,910.29	19,925.84	1000万人口，人均授信1000，1.5%费率，三年实现		
同比 (%)		135%	97%	36%	25%			
总和		14,924.48	26,621.21	35,646.43	58,600.64	84,161.49		
	同比 (%)		78%	34%	64%	44%		

来源：国金证券研究所

对投资的理解-新空间

- 我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.20/0.36/0.48 元，三年复合增长率为 55.7%，对应 2016-2018 年市盈率分别为 90/50/37x，参照行业平均市盈率中值 100X，我们给予公司目标价 30-40 元、150 亿市值，考虑到公司募投项目的成长性，公司未来发展潜力巨大，首次覆盖给予买入评级。

图表 24：估值分析比较

代码	公司	收盘价 (元)	总股本 (亿股)	市值 (亿元)	EPS (元)					PE (X)					PB (X)		EPS CAGR (%)		PBG
					2014	2015	2016E	2017E	2018E	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2015	2015	2015	
300096.SZ	易联众	17.79	4.3	76.5	0.11	0.05	0.20	0.36	0.48	163.2	355.8	89.8	49.6	37.1	10.6	55.7	6.4		
600718.SH	东软集团	18.34	12.4	227.9	0.21	0.31	0.37	0.48	0.59	87.3	59.2	49.6	38.6	31.2	3.6	26.0	2.3		
002065.SZ	东华软件	25.10	15.6	392.7	0.70	0.00	0.87	1.14	0.00	36.0	n.a.	28.9	22.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
300168.SZ	万达信息	24.53	10.2	251.0	0.39	0.00	0.34	0.46	0.00	62.9	n.a.	72.9	52.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
300253.SZ	卫宁健康	29.40	5.8	170.6	0.55	0.28	0.46	0.58	0.76	53.5	106.8	63.9	51.1	38.5	16.28	28.8	3.7		
300451.SZ	创业软件	133.80	0.7	93.8	0.93	0.81	0.94	1.22	1.49	143.9	165.2	142.2	109.9	89.9	15.64	25.8	6.4		
300078.SZ	思创医惠	27.90	4.2	116.8	0.47	0.34	0.54	0.74	0.93	59.4	82.1	51.4	37.7	30.0	8.96	30.9	2.7		
000023.SZ	深天地A	34.60	1.4	48.0	0.12	0.19	0.65	0.92	1.16	278.4	179.6	53.0	37.5	29.9	10.75	33.3	5.4		
600797.SH	浙大网新	11.14	9.1	101.8	-0.19	0.25	0.02	0.06	0.13	-58.6	44.6	608.7	173.8	82.8	4.73	171.2	0.3		
000503.SZ	海虹控股	26.88	9.0	241.6	0.03	0.03	0.02	0.13	0.00	966.9	1045.9	1205.4	203.2	n.a.	17.51	n.a.	n.a.		
002777.SZ	久远银海	99.90	0.8	79.9	0.93	0.95	0.95	1.23	1.58	107.4	105.2	104.6	81.3	63.3	16.82	28.6	3.7		
002421.SZ	达实智能	17.65	6.4	113.5	0.51	0.27	0.45	0.64	0.00	34.7	65.9	39.3	27.4	n.a.	4.25	n.a.	n.a.		
平均										161.2	221.0	209.1	73.7	50.3	10.9	50.0	3.8		

来源：国金证券研究所，wind

风险提示

- “三明医改”推行不如预期
- 募投项目建设收益不达预期
- 应收账款过高

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	301	402	374	760	1,229	1,596	货币资金	392	396	424	537	791	1,156
增长率		33.6%	-7.0%	103.1%	61.7%	29.9%	应收款项	197	240	219	362	490	567
主营业务成本	-149	-216	-192	-303	-448	-561	存货	58	76	86	88	117	129
%销售收入	49.6%	53.7%	51.3%	39.8%	36.4%	35.1%	其他流动资产	21	11	9	8	11	14
毛利	152	186	182	457	781	1,036	流动资产	668	723	737	995	1,409	1,865
%销售收入	50.4%	46.3%	48.7%	60.2%	63.6%	64.9%	%总资产	82.6%	80.8%	79.6%	84.4%	90.4%	93.7%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-6	-9	-12	长期投资	4	5	20	20	20	20
%销售收入	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	固定资产	96	114	108	117	97	78
营业费用	-26	-33	-36	-62	-101	-135	%总资产	11.8%	12.7%	11.7%	10.0%	6.3%	3.9%
%销售收入	8.5%	8.2%	9.6%	8.2%	8.3%	8.5%	无形资产	33	40	44	33	28	23
管理费用	-91	-113	-136	-237	-394	-520	非流动资产	141	172	189	184	150	126
%销售收入	30.4%	28.1%	36.2%	31.2%	32.1%	32.6%	%总资产	17.4%	19.2%	20.4%	15.6%	9.6%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	32	37	8	153	277	370	资产总计	809	895	926	1,179	1,559	1,991
%销售收入	10.6%	9.2%	2.2%	20.1%	22.5%	23.2%	短期借款	0	0	2	0	0	0
财务费用	7	6	6	10	14	20	应付款项	111	157	157	228	319	364
%销售收入	-2.3%	-1.5%	-1.7%	-1.3%	-1.1%	-1.3%	其他流动负债	27	46	43	77	118	149
资产减值损失	-6	-7	-6	-4	-1	-1	流动负债	138	204	202	305	437	513
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	7	5	1	1	1	1
投资收益	2	2	9	2	2	2	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	4.5%	3.5%	37.2%	1.1%	0.6%	0.5%	负债	145	209	203	306	438	514
营业利润	35	38	17	161	291	391	普通股股东权益	654	682	708	857	1,106	1,462
营业利润率	11.5%	9.4%	4.5%	21.2%	23.7%	24.5%	少数股东权益	11	5	15	15	15	15
营业外收支	13	12	7	14	22	28	负债股东权益合计	809	895	926	1,179	1,559	1,991
税前利润	47	50	24	176	313	419	比率分析						
利润率	15.7%	12.5%	6.3%	23.1%	25.5%	26.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-9	-6	-5	-26	-47	-63	每股指标						
所得税率	18.8%	11.8%	21.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.235	0.109	0.054	0.201	0.359	0.480
净利润	38	44	19	149	266	356	每股净资产	3.801	1.585	1.647	1.994	2.571	3.400
少数股东损益	-2	-3	-5	0	0	0	每股经营现金净流	0.177	0.145	0.127	0.280	0.577	0.778
归属于母公司的净利润	40	47	23	149	266	356	每股股利	0.100	0.100	0.005	0.000	0.000	0.000
净利率	13.4%	11.7%	6.3%	19.6%	21.7%	22.3%	回报率						
							净资产收益率	6.18%	6.88%	3.31%	17.41%	24.08%	24.38%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.99%	5.24%	2.53%	12.66%	17.08%	17.90%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	3.85%	4.69%	0.88%	14.86%	20.97%	21.25%
净利润	38	44	19	149	266	356	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	7.55%	33.65%	-6.98%	103.12%	61.73%	29.89%
非现金支出	21	28	34	27	27	25	EBIT 增长率	-39.40%	15.81%	-78.13%	1796.08%	81.20%	33.54%
非经营收益	-10	-5	-15	-13	-15	-31	净利润增长率	-28.16%	16.08%	-50.05%	537.04%	78.37%	33.90%
营运资金变动	-20	-5	17	-42	-30	-16	总资产增长率	6.52%	10.70%	3.43%	27.28%	32.25%	27.73%
经营活动现金净流	31	62	55	121	248	334	资产管理能力						
资本开支	-47	-31	-24	-7	22	28	应收账款周转天数	229.7	192.4	214.1	169.3	141.7	126.0
投资	0	0	-9	0	0	0	存货周转天数	127.3	112.6	153.4	105.7	95.6	83.8
其他	-45	24	22	2	2	2	应付账款周转天数	167.1	148.9	204.3	198.9	179.7	161.3
投资活动现金净流	-91	-7	-11	-5	24	30	固定资产周转天数	115.9	103.3	105.8	56.4	28.9	17.7
股权募资	2	2	41	0	-18	0	偿债能力						
债权募资	-2	-2	-2	-2	0	0	净负债/股东权益	-58.03%	-57.02%	-58.19%	-61.49%	-70.52%	-78.19%
其他	-18	-23	-2	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	-4.6	-5.9	-1.3	-15.4	-20.2	-18.4
筹资活动现金净流	-17	-23	37	-2	-18	0	资产负债率	17.87%	23.29%	21.88%	25.96%	28.09%	25.80%
现金净流量	-78	32	81	114	254	365							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD