

转型物联网，抢占NB-IoT发展先机

——东信和平（002017）调研简报

2016年10月18日

推荐/维持

东信和平

调研简报

报告摘要：

东信和平是全球领先的智能卡产品及相关系统集成与解决方案提供商，SIM制造领先企业，有望充分受益NB-IoT引领的蜂窝物联网发展。

◆ **公司营收和净利润均保持稳定增长态势，毛利率和净利率也稳中有升。**得益于公司持续深耕通信、银行、社保三大智能卡应用领域，加大海外市场拓展力度，2015年公司实现营业收入14.39亿元、归母净利润6432万元，较2014年分别增长11.84%和11.74%，毛利率和净利率分别为25.18%和4.88%，同比提升1个百分点和0.32个百分点。2016年上半年，虽然国内4G换卡高峰已过，IC卡发卡量增长趋于平稳，但公司通过加大海外拓展力度，营收和净利润仍保持了增长态势。我们认为，**未来物联网和5G发卡有望支撑公司业绩保持良好的增长态势。**

◆ **NB-IoT将推动蜂窝物联网进入规模发展阶段，带动SIM卡需求增长。**公司作为国内率先研发基于NB-IoT技术的安全接入解决方案的SIM卡制造商，先发优势明显，有望抓住蜂窝物联网，尤其是NB-IoT快速发展的契机，一方面在蜂窝物联网SIM及eSIM卡发展中获得较大市场份额，并通过运营物联网eSIM用户签约管理平台新增运营分成收入；另一方面将有望切入物联网通信模组市场，并基于信息安全管理及运营方面的技术实力切入物联网安全市场，分享物联网发展红利。

◆ **公司定增发力“医保基金MPSP管理平台”全国推广，拓宽收入来源。**公司是社保卡及PSAM卡的主要生产商之一，截至2015年底已累计为24个省市提供超过1.5亿张社保卡。公司MPSP平台已试点成功，具有较为明显的先发优势。预计项目稳定运营后，年均收入可达2.5亿元，项目内部收益率为16.93%，该平台有望成为公司新的收入增长点。

公司盈利预测及投资评级。我们预计公司2016-2018年每股收益分别为0.22元、0.29元和0.38元，对应PE分别为69倍、53倍和40倍。考虑到公司作为国内率先研发基于NB-IoT技术的安全接入解决方案的SIM卡制造商，先发优势明显，未来发展值得期待，维持“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,287.02	1,439.35	1,566.09	1,919.50	2,438.62
增长率(%)	10.17%	11.84%	8.81%	22.57%	27.04%
净利润(百万元)	58.69	70.17	82.79	106.32	140.65
增长率(%)	56.90%	19.57%	17.98%	28.43%	32.29%
净资产收益率(%)	7.58%	7.82%	8.48%	10.29%	12.67%
每股收益(元)	0.20	0.19	0.22	0.29	0.38
PE	76.63	82.49	69.46	53.44	39.92
PB	5.82	6.45	5.89	5.50	5.06

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

阎贵成

010-66554039

yanggc@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116040051

交易数据

52周股价区间(元)	12.14-20.10
总市值(亿元)	54.53
流通市值(亿元)	53.83
总股本/流通A股(万股)	34642/34203
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	2.43

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《东信和平（002017）：定增发力NB-IoT，分享物联网发展红利》2016-08-26
- 2、《东信和平调研快报：更新换代驱动业绩增长》2013-01-17

目 录

1. 公司系智能卡龙头，国内领先的 SIM 卡制造商	4
2. 物联网爆发在即，SIM 及 eSIM 卡迎发展良机	5
2.1 NB-IOT 加速蜂窝物联网普及，SIM 卡需求大增	5
2.2 公司定增发力 eSIM 和 NB-IoT 模组，聚焦物联网安全及服务平台	7
3. 全面推广“医保基金 MPSP 管理平台”，拓宽收入来源	8
4. 盈利预测及估值	10
5. 风险提示	10

表格目录

表 1: 物联网通信技术比较	5
表 2: 三大运营商均积极推进 NB-IoT	6
表 3: 公司盈利预测表	11

插图目录

图 1: 公司智能卡产品示意图	4
图 2: 公司 OTA 空中下载技术平台示意图	4
图 3: 公司的股权架构	4
图 4: 公司历年营收及归母净利润情况（单位：百万元）	5
图 5: 公司历年毛利率和净利率情况	5
图 6: 中国物联网连接数预测（单位：亿）	6
图 7: 物联网 SIM 卡制卡市场规模预测（单位：亿元）	7
图 8: 4G 用户在不同场景中的上网通道选择	8
图 9: 城镇医保基金及新农合基金收支情况	9

1. 公司系智能卡龙头, 国内领先的 SIM 卡制造商

东信和平 (以下简称“公司”) 成立于 1998 年, 是全球领先的智能卡产品及相关系统集成与整体解决方案提供商, 拥有大型智能卡生产基地。

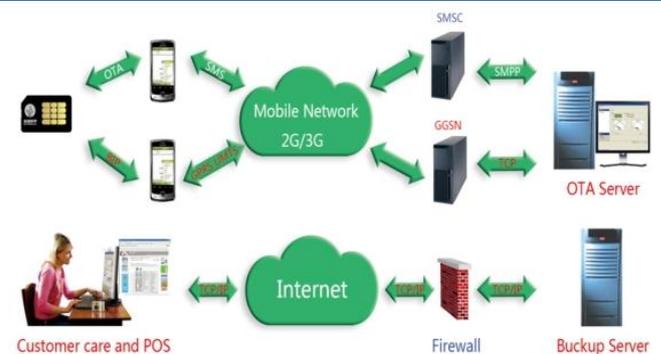
公司作为国家金卡工程定点单位, 将“成为国际化智能卡产品及相关系统集成与整体解决方案的提供商和服务商”作为发展愿景, 深耕智能卡各大应用领域, 引领电信、金融与支付、政府与公共事业三大应用领域产品与技术服务方向, 已经累计向市场提供了各类卡片 80 多亿张, 客户覆盖全球 80 多个国家和地区的运营商、金融机构及政府事业单位。公司 SIM 卡出货量和市场占有率国内排名前列。

图 1: 公司智能卡产品示意图



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

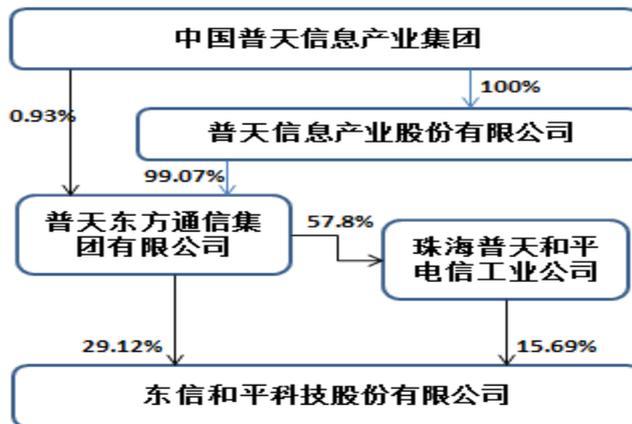
图 2: 公司 OTA 空中下载技术平台示意图



资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

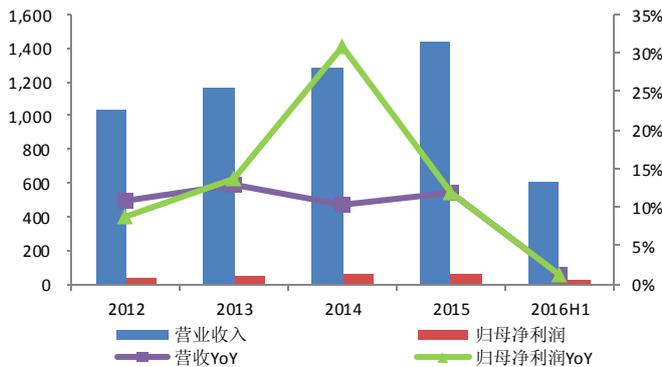
公司的前两大股东分别为普天东方通信集团有限公司 (以下简称“普天东信”) 和珠海普天和平电信工业公司 (以下简称“和平电信”), 持股比例分别为 29.12% 和 15.69%。同时, 普天东信持有和平电信 57.8% 的股份, 两者为一致行动人, 所以普天东信直接和间接合计持有公司股份 38.19%。此外, 普天东信是中国普天信息产业集团 100% 控股的公司, 因此公司的实际控制人是中国普天信息产业集团。

图 3: 公司的股权架构

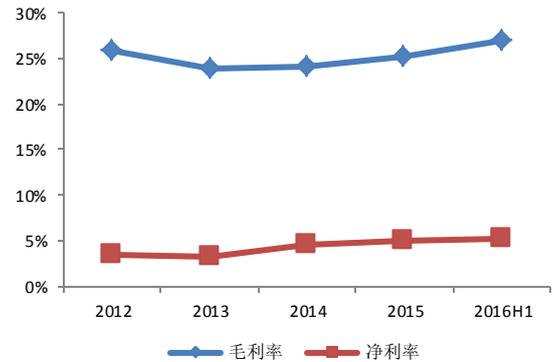


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

近年来, 公司营收和归母净利润均保持稳定增长态势, 毛利率和净利率也稳中有升。得益于公司持续深耕通信、银行、社保三大智能卡应用领域, 加大海外市场拓展力度, 2015 年, 公司实现营业收入 14.39 亿元、归母净利润 6432 万元, 较 2014 年分别增长 11.84% 和 11.74%, 毛利率和净利率分别为 25.18% 和 4.88%, 同比提升 1 个百分点和 0.32 个百分点。2016 年上半年, 虽然国内 4G 换卡高峰已过, IC 卡发卡量增长趋于平稳, 但公司通过加大海外拓展力度, 营收和净利润仍保持了增长态势。

图 4: 公司历年营收及归母净利润情况 (单位: 百万元)


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 5: 公司历年毛利率和净利率情况


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 物联网爆发在即, SIM 及 eSIM 卡迎发展良机

2.1 NB-IOT 加速蜂窝物联网普及, SIM 卡需求大增

近年来, 通信标准不统一一直制约着物联网的发展。

2016 年 6 月 16 日, 韩国釜山召开的 3GPP RAN 全会第 72 次会议结束, NB-IoT 获得全会批准, 宣告了这项得到无线产业广泛支持的 NB-IoT 标准核心协议历经 2 年多的研究终于全部完成, 也标志着全球电信运营商终于有了基于标准化的物联网专有协议。我们认为, 由于 NB-IoT 优势明显, 将推动蜂窝物联网进入规模发展阶段。

NB-IoT 的优势可以概括为: 广覆盖、大连接、低功耗、低成本。第一, NB-IoT 比传统 GSM 网络增益 20dB, 覆盖面积扩大 10 倍; 第二, NB-IoT 每扇区可以提供 5 万个连接; 第三, NB-IoT 功耗仅为 GSM 的 1/10, 终端模组使用 AA 电池可以独立工作 10 年而不用充电; 第四, NB-IoT 通信模组成本有望降至 5 美元之内甚至更低。

表 1: 物联网通信技术比较

	局域网通信			广域网通信				
通信技术	WiFi	ZigBee	蓝牙	NB-IoT	LoRa	SigFox	GSM	eMTC
工作范围	100	100M	10M		1KM-10KM			
速率	144 Mbps	250 kbps	22 Mbps	30-70 Kbps	5 Kbps	100 Kbps	170 Kbps	200 Kbps
电池寿命	1 天	数月-年	数天	约 10 年	3-5 年	约 10 年	5 年	约 10 年

模组成本	20 元	20 元	10 元	35 元	45 元	30 元	35 元	60 元
安全性	低	中	中	高	中	中	高	高

资料来源：中国移动，上海庆科，阿里巴巴，东兴证券研究所

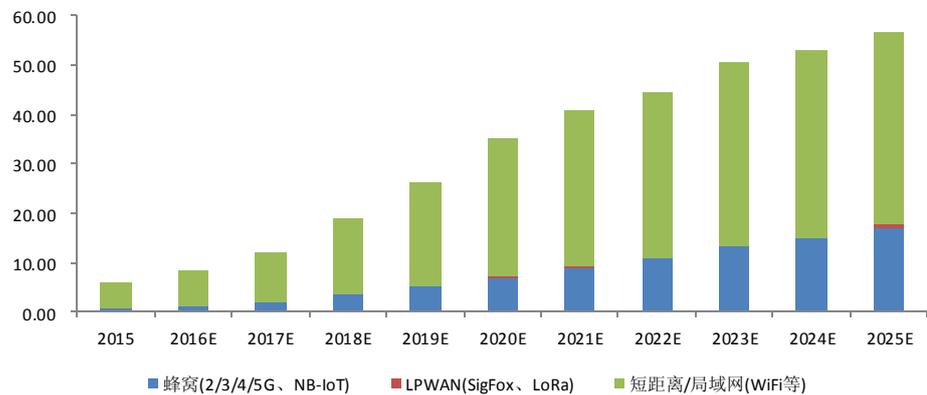
鉴于工信部、运营商、华为等对于物联网及 NB-IoT 的强大推动力，尤其三大运营商均明确表示 2017 年将商用 NB-IoT，我们预计 2020 年和 2025 年国内的物联网连接数将分别达到 35 亿和 57 亿，其中蜂窝连接占比分别为 20%和 30%，约 7 亿和 17 亿。

表 2：三大运营商积极推进 NB-IoT

企业名称	NB-IoT 的主要推进举措	商用时间
中国移动	加快推进 NB-IoT 产业成熟和物联网应用创新，构建物联网开放实验室，促进芯片和模组成熟发展。	2017 年
中国电信	2017 上半年将部署基于 800M 的 NB-IoT 网络，并实现全网覆盖。此外，中国电信还联合 12 家单位发起“天翼物联产业联盟”。	2017 年
中国联通	2015 年 7 月，上海联通建成并开放全球第一个 NB-IoT 新技术示范点；2016 年第四季度，将建设 6 个外场试点，进行 N900&1800 大规模试验验证；计划 2016 年底、2017 年初推进重点城市的 NB-IoT 商用，2018 年开始全面推进全国的商用部署。	2017 年

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

图 6：中国物联网连接数预测（单位：亿）



资料来源：工信部，Machina Research，中国移动，东兴证券研究所

蜂窝物联网必须使用 SIM 卡。相较于个人通信市场，物联网对于 SIM 卡的低成本、小型化、安全性、稳定性要求更高，传统的 SIM 卡难以满足物联网设备的要求。

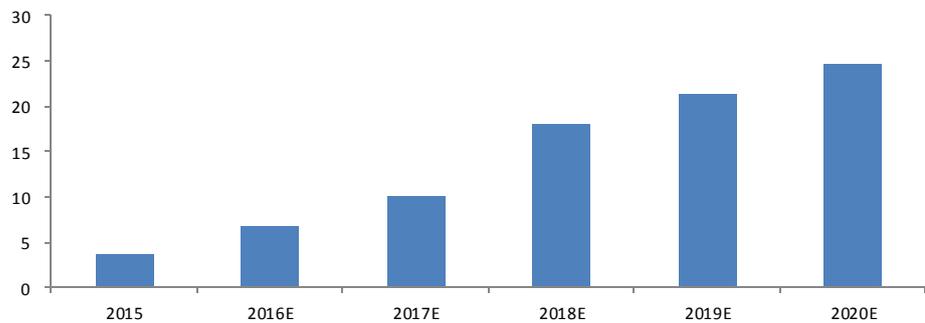
因此，eSIM 应运而生。eSIM 实质是一种嵌入式 SIM 卡，直接集成在芯片或模组上。eSIM 与软 SIM 的区别在于，前者有 SIM 芯片用来存储鉴权和用户数据，软 SIM 更多以软件来实现原有 SIM 卡的功能。由于 eSIM 直接焊接在物联网设备芯片或通信模组上，一方面，面积可做到 Nano SIM 的 1/4，大大拓宽了 eSIM 的应用范围；另一方面，集成化降低了制造成本，提升了稳定性。eSIM 的出现为物联网的快速发展创造了有利条件。目前，国内三大运营商都基于 GSMA 标准推动物联网使用 eSIM 卡。

在 eSIM 的架构里，实际上 SIM 卡不再锁定运营商，用户可以更换运营商。虽然部分运营商可能会要求 eSIM 卡商提前选定运营商写入其卡数据进而绑定用户，但这种方式更适用于运营商定制，所以还是有大量 eSIM 实际是可以跨运营商的。在这种情况下，就可能需要一个第三方平台来管理这些 eSIM 卡，进行“用户签约管理”，可能会参与后续的运营分成。目前来看，eSIM 平台一般由 SIM 卡商提供和管理。

由于目前 eSIM 发展仍处于初期，eSIM 平台可能的商务模式仍待探索，因此我们暂无法测算其市场空间。单纯考虑国内物联网 SIM 卡发放量，由于 eSIM 会集成在通信芯片或模组中，为了最大程度地给物联网终端未来通过蜂窝接入网络提供可能，实际的 sSIM 集成量会远大于最终的激活量，这将进一步利好 SIM 卡商的业绩。

我们预计 2016 年-2020 年我国物联网 SIM 累计市场规模约为 54 亿元，考虑到国内 SIM 卡商广泛服务海外运营商，预计其累计市场规模将达 81 亿元。

图 7：物联网 SIM 卡制卡市场规模预测（单位：亿元）



资料来源：中国移动，Machina Research，东兴证券研究所

2.2 公司定增发力 eSIM 和 NB-IoT 模组，聚焦物联网安全及服务平台

2016 年 8 月 25 日，公司发布《非公开发行 A 股股票预案》，拟投资 4,210 万元（其中拟投入募投资金 1,750 万元）用于“基于 NB-IoT 技术的安全接入解决方案研发项目”，拟以 eSIM 为切入口，研发基于 NB-IoT 技术的安全接入与管理解决方案，为公司信息安全管理方案运营等做好技术储备。公司还将通过自主研发及与 NB-IoT 模组企业合作等方式，研究开发集成 eSIM 的 NB-IoT 通信芯片模组。

公司本次“基于 NB-IoT 技术的安全接入解决方案研发项目”包括四大内容：

- ◆ **eSIM 模块的研究与开发：**既包括研发新的通用集成电路卡形态，还包括为支撑这种新的卡形态而建立的一系列系统接口、平台的研发，以及保障安全、可信的业务运营管理等方面的研发。
- ◆ **NB-IoT 模组的研究与开发：**通过自主研发以及与 NB-IoT 模组企业进行合作等方式，研发具备安全性及高度稳定性的 eSIM 模块与 NB-IoT 模组。
- ◆ **物联网设备终端安全保障技术的研究与开发：**指基于将用户安全识别模块内置于物联网终端上主处理器之上的硬件信任根，在其主处理器上构筑一个与移动终端

操作系统并行且隔离的 TEE 可信执行环境。该安全技术适用于广泛的物联网终端上，如移动可穿戴设备、SWP SIM、SDepay、SIM 全卡等。除了构筑 TEE 可信执行环境，公司还将基于主动防御思想，研究一种更强大的检测隐藏进程的差分状态检测法，同时采用启发式方法检测恶意篡改系统服务分配表的行为。

图 8：4G 用户在不同场景中的上网通道选择



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

- ◆ **物联网服务接入部署和管理平台的研究与开发：**通过远程接入部署和运营监管策略的研发，形成一种新的远程管理系统，以“用户签约管理”为核心，通过移动通信网络远程配置和管理智能卡内的终端数据，为物联网终端用户提供安全可信的业务服务和运营管理保障。

我们认为，公司作为国内率先研发基于 NB-IoT 技术的安全接入解决方案的 SIM 卡制造商，先发优势明显，有望抓住物联网，尤其是 NB-IoT 快速发展的契机，一方面在蜂窝物联网 SIM 及 eSIM 卡发展中获得较大市场份额，并通过运营物联网 eSIM 用户签约管理平台新增运营分成收入；另一方面将有望切入物联网通信模组市场，并基于信息安全管理及运营方面的技术实力切入物联网安全市场，分享物联网发展红利。

3. 全面推广“医保基金 MPSP 管理平台”，拓宽收入来源

近年来，医保基金监管机构信息化需求进一步凸显。2015 年 12 月，人力资源社会保障部下发《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》（人社部发〔2015〕98 号），全面取消了社会保险行政部门实施的定点医药机构资格审查项目，依法设立各类医药机构，无论其级别、类别和所有制性质，均可对照条件自愿向社保经办机构申请成为医保定点机构，社保行政部门不再进行前置审批。

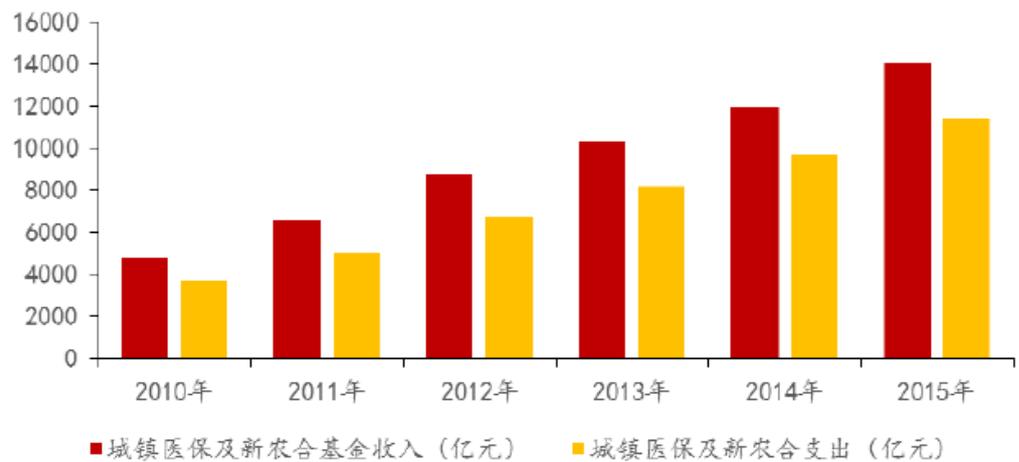
自此，对定点医药机构的监管从前置审批转向后续监督，这一方面有利于引入更多优

质医药机构加入医保基金消费队伍，进一步满足参保人员的基本医疗需求；但另一方面随着前置审批转为后续监督以及定点医药机构数量的快速增长，监管复杂性及工作量会大幅增加，对医保基金监管机构的管理服务水平及监管效率等提出了更高要求。

因此，医保监管机构对于社会保障 PSAM 卡终端的定位管理就成为了对医保基金消费认定的定点医药机构及新农合定点医疗机构监管的重要环节。

受参保人数增加及缴纳基数调整等因素的影响，近年来城镇居民基本医疗保险基金以及新型农村社会养老保险基金的收入实现了稳步增长，医保基金支出亦呈增长趋势。

图 9：城镇医保基金及新农合基金收支情况



资料来源：公司公告，人社部，东兴证券研究所

公司为了响应医保监管机构对社会保障 PSAM 卡的监管需求，自主研发了以室内定位技术为核心的医保基金消费终端安全管理平台（以下简称“MPSP 平台”）。

MPSP 平台由安装在定点零售药店和定点医疗机构（合称“两定机构”）及新农合定点医疗机构的业务前置设备和在地市级管理机构架设的安全管理系统组成，该平台有效满足了社会保障 PSAM 卡定位管理需求，同时还通过可信数据采集、回传和分析处理等提升了监管部门的管理效率，有效降低了两定机构的运营成本。

实际上，MPSP 平台也基于物联网技术，属于物联网在社保领域的具体应用。

目前，该平台已在珠海、广州等地试点成功，获得客户认可。公司近期拟投资 4.19 亿元（其中拟投入募投资金 3.78 亿元）用于“医保基金消费终端安全管理平台建设及运营项目”，拟在全国 80 个以上地市级城市推广 MPSP 平台建设及运营，搭建安装 16 万个 MPSP 平台的前置设备及 80 个后台安全管理系统，全面启动 MPSP 平台运营。

我们认为，公司是社保卡及 PSAM 卡的主要生产商之一，截至 2015 年底已累计为 24 个省市提供超过 1.5 亿张社保卡。公司对医保基金消费用卡环境的安全要求较为了解，且已充分利用自身在智能卡、国密算法等方面积累的研发技术，开发完成 MPSP 平台，具有较为明显的先发优势，该平台有望成为公司新的收入增长点。预计本项目稳定运营年度实现的年均收入约 2.5 亿元，项目内部收益率为 16.93%（所得税后）。

4. 盈利预测及估值

考虑到物联网发展明显提速，NB-IoT 加快蜂窝物联网发展，公司作为国内领先的 SIM 卡制造商，将充分受益物联网带来的 SIM 及 eSIM 卡需求量的增加，同时医保基金 MPSP 平台也将贡献较好的利润。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 15.66 亿元、19.20 亿元和 24.39 亿元；归母净利润分别为 7635 万元、9924 万元和 1.33 亿元；每股收益分别为 0.22 元、0.29 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 69 倍、53 倍和 40 倍，

我们认为，公司作为国内率先研发基于 NB-IoT 技术的安全接入解决方案的 SIM 卡制造商，先发优势明显，未来发展值得期待，维持“推荐”评级。

5. 风险提示

物联网发展不及预期；行业竞争加剧，智能卡毛利率快速降低；定增失败。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1181	1168	1333	1571	2000	营业收入	1287	1439	1566	1920	2439
货币资金	488	549	595	731	928	营业成本	976	1077	1182	1438	1813
应收账款	184	147	192	216	286	营业税金及附加	6	6	7	8	11
其他应收款	29	27	29	36	45	营业费用	97	90	108	126	165
预付款项	13	4	-2	-12	-24	管理费用	145	169	180	223	282
存货	446	426	504	591	759	财务费用	12	14	2	4	9
其他流动资产	18	15	14	10	4	资产减值损失	22.85	22.15	24.36	26.80	29.48
非流动资产合计	395	378	360	346	331	公允价值变动收益	0.05	-2.28	2.00	2.00	2.00
长期股权投资	26	23	23	23	23	投资净收益	-3.78	-1.65	-2.71	-2.18	-2.45
固定资产	246.85	232.34	218.43	204.46	190.11	营业利润	24	57	61	93	129
无形资产	5	5	4	4	3	营业外收入	43.53	24.46	34.00	29.23	31.61
其他非流动资产	13	5	0	0	0	营业外支出	2.23	1.40	1.81	1.60	1.71
资产总计	1576	1546	1693	1916	2330	利润总额	66	80	94	121	159
流动负债合计	648	630	730	882	1205	所得税	7	10	11	14	19
短期借款	0	97	115	188	357	净利润	59	70	83	106	141
应付账款	286	263	314	364	470	少数股东损益	1	6	6	7	8
预收款项	72	69	91	102	127	归属母公司净利润	58	64	76	99	133
一年内到期的非	110	0	0	0	0	EBITDA	81	116	86	121	163
非流动负债合计	171	92	54	54	54	BPS (元)	0.20	0.19	0.22	0.29	0.38
长期借款	112	52	52	52	52	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	819	722	783	936	1258	成长能力					
少数股东权益	-3	3	9	16	24	营业收入增长	10.17%	11.84%	8.81%	22.57%	27.04%
实收资本(或股	289	347	346	346	346	营业利润增长	128.13%	135.11%	7.46%	51.85%	38.95%
资本公积	236	215	215	215	215	归属于母公司净利润	30.90%	11.73%	18.71%	29.98%	33.88%
未分配利润	177	221	183	138	74	获利能力					
归属母公司股东	760	822	900	964	1048	毛利率(%)	24.17%	25.18%	24.50%	25.09%	25.67%
负债和所有者权	1576	1546	1693	1916	2330	净利率(%)	4.56%	4.88%	5.29%	5.54%	5.77%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)						
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力						
经营活动现金流	172	178	97	138	126	资产负债率(%)	52%	47%	46%	49%	54%
净利润	59	70	83	106	141	流动比率	1.82	1.85	1.83	1.78	1.66
折旧摊销	45.13	44.95	23.38	24.32	24.80	速动比率	1.13	1.18	1.13	1.11	1.03
财务费用	12	14	2	4	9	营运能力					
应收账款减少	0	0	-45	-24	-71	总资产周转率	0.86	0.92	0.97	1.06	1.15
预收帐款增加	0	0	22	11	25	应收账款周转率	7	9	9	9	10
投资活动现金流	-55	-24	-30	-37	-40	应付账款周转率	4.36	5.24	5.43	5.67	5.85
公允价值变动收	0	-2	2	2	2	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.19	0.22	0.29	0.38
投资收益	-4	-2	-3	-2	-2	每股净现金流(最新	0.53	0.18	0.13	0.39	0.57
筹资活动现金流	37	-94	-20	34	111	每股净资产(最新摊	2.63	2.37	2.60	2.78	3.03
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	76.63	82.49	69.46	53.44	39.92
普通股增加	71	58	0	0	0	P/B	5.82	6.45	5.89	5.50	5.06
资本公积增加	-65	-21	0	0	0	EV/EBITDA	51.33	42.28	56.39	39.77	29.29
现金净增加额	154	61	47	135	197						

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

阎贵成

北京大学学士、MBA，7 年通信产业工作经验。2008 年起在中国移动从事市场运营、策略研究工作，涉及行业信息化、海外通信、移动转售和资费策略等。2016 年加盟东兴证券研究所，从事通信行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。