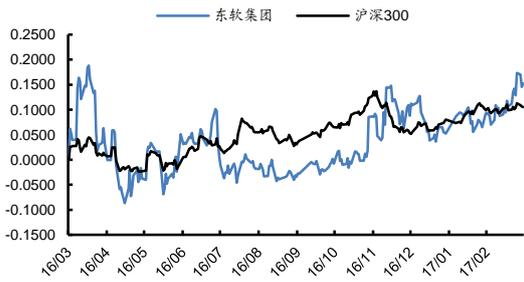


研究所  
 证券分析师： 孔令峰 S0350512090003  
 010-68366838  
 证券分析师： 宝幼琛 S0350517010002  
 baoyc@ghzq.com  
 联系人： 孙乾 S0350116100016  
 021-58922351 sunq01@ghzq.com.cn

## IT 龙头迎来新生

### ——东软集团（600718）系列深度报告一

#### 最近一年走势



#### 相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
东软集团	5.5	5.9	11.2
沪深 300	0.4	5.1	10.5

市场数据	2017-03-29
当前价格（元）	20.42
52 周价格区间（元）	15.94 - 21.68
总市值（百万）	25386.10
流通市值（百万）	25156.99
总股本（万股）	124319.77
流通股（万股）	123197.78
日均成交额（百万）	521.56
近一月换手（%）	57.18

#### 相关报告

《东软集团（600718）事件点评：财险获批加速商业模式创新》——2017-02-07

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

#### 投资要点：

- 高管大比例增持，IT 龙头迎来新生** 公司是国内最老牌的 IT 企业，资产质量优异，在汽车、医疗、能源、电信、金融等各大领域均具备较强的竞争实力，但过去公司高管持股比例较低，公司资产价值一直处于被市场低估的状态。目前，高管控股公司大连东软控股通过受让原第一大股东东北大学股权，已成为第一大股东，持有 11.37%。此次，高管大比例增持扭转了过去公司股权结构问题，激励管理层做大做强主营业务并释放业绩，提升公司市值。
- 利润率低于行业水平，具备较大提升空间** 2013-2015 年公司净利率处于较低水平，分别为 6.26%、5.16%和 3.13%，逐年下滑。而可比公司，如东华软件、万达信息等净利率水平均在 10%以上。随着本次管理层 MBO 完成，我们认为公司有能力提升净利率水平，假设公司净利率从目前不到 4%提升至 10%，接近行业平均水平，则能够释放约 8 亿净利润，具有较大提升空间。
- 汽车电子迅猛发展，迎来爆发临界点** 公司过去几年在智能座舱、BMS、ADAS 等领域投入巨大，经过多年研发，其产品已经在市场占据领先地位，公司是国内第一家与 Intel 战略合作智能座舱系统，其发布的 C4-Alfus 系统惊艳业内，后续将应用于一汽国产品牌车。公司去年发布的新一代 BMS 也将于今年量产销售。随着行业迎来爆发期，公司汽车电子收入放量可期，我们预计未来几年公司汽车电子业务值得期待。
- 医疗卡位优势显著，发展潜力巨大** 东软集团在医疗方面的布局历史悠久。公司最早于 1997 年进入医疗卫生信息化领域。面向患者、政府、医疗服务机构等提供全面的医疗卫生信息化解决方案，据 IDC 报告显示，东软在医疗 IT 领域市场份额已连续多年排名第一。此外公司是国内最早能够提供具备自主知识产权的大型数字医学影像设备（CT 机、磁共振等）企业。目前公司围绕大健康计划已经形成包括云医院、医疗保险、医疗大数据等在内的完整布局。
- 盈利预测和投资评级：** 高管大比例增持后，公司利润有望持续释放，不考虑一次性损益预计 2017-2018 年净利润分别为 6 亿，8 亿，后续仍有上调空间，对应 pe 目前为 42x，31x，维持买入评级。

- **风险提示:** 1) 系统性风险; 2) 项目落地不及预期风险; 3) 公司未来盈利能力提升的不确定性; 4) 汽车电子和医疗业务发展不及预期的风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7752	7782	8371	10532
增长率(%)	-1%	0%	8%	26%
净利润(百万元)	386	1980	603	807
增长率(%)	51%	413%	-70%	34%
摊薄每股收益(元)	0.31	1.59	0.49	0.65
ROE(%)	6.04%	24.92%	7.16%	8.92%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 内容目录

1、 公司软件实力雄厚，MBO 打开市值上升空间 .....	5
1.1、 国内首家 IT 上市企业，股权结构分散 .....	5
1.2、 多行业解决方案份额领先，近年业绩平稳增长 .....	6
1.3、 管理层大比例增持打开市值向上空间 .....	8
1.4、 利润率低于行业水平，具备较大提升空间 .....	9
2、 智能座舱、ADAS 助力汽车电子业务高增长 .....	11
2.1、 汽车电子业务历史悠久，积淀深厚 .....	11
2.2、 智能座舱、ADAS 将成汽车电子企业发力点 .....	11
2.3、 公司汽车电子业务布局完善，看点十足 .....	14
3、 公司医保控费竞争实力强大 .....	16
3.1、 公司医疗业务布局完善 .....	16
3.2、 医保控费迫在眉睫，医疗 IT 厂商优势明显 .....	16
3.3、 医疗资源丰富，数据优势保障公司医保控费强大竞争力 .....	18
4、 多行业解决方案市场份额 .....	20
5、 盈利预测与评级 .....	23
6、 风险提示 .....	26

## 图表目录

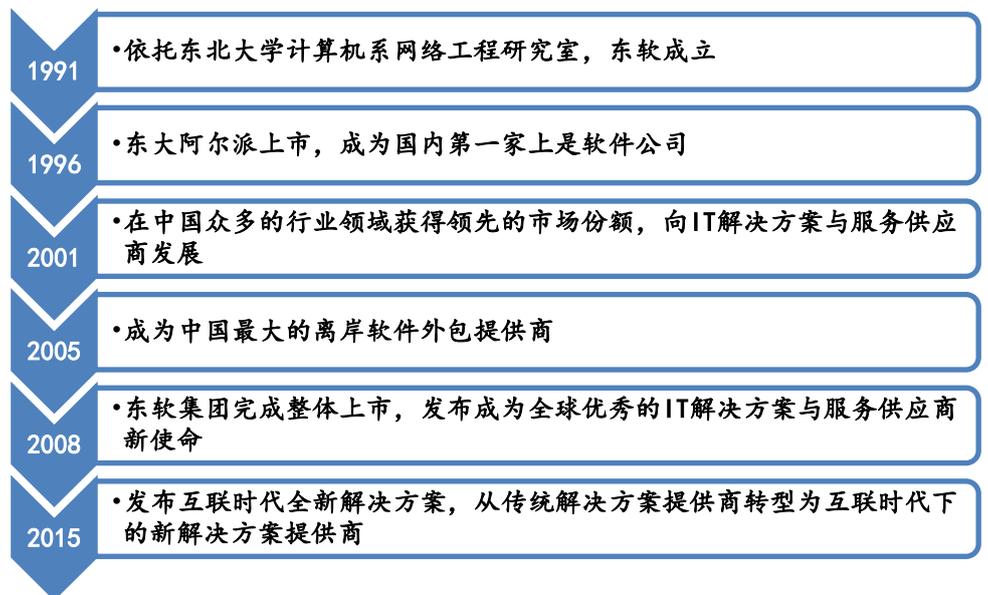
图 1: 公司历史 .....	5
图 2: 公司股权结构 .....	6
图 3: 东软集团医疗相关布局 .....	7
图 4: 公司营收及增速 .....	7
图 5: 公司归母净利润及增速 .....	7
图 6: 2015 年公司各产品营收占比 .....	8
图 7: 公司各项费用率 .....	8
图 8: MBO 方案发布后历次增持 .....	8
图 9: 相关公司毛利率水平对比 .....	9
图 10: 相关公司净利率水平对比 .....	9
图 11: 相关公司研发费用率对比 .....	10
图 12: 相关公司研发费用化率对比 .....	10
图 13: 相关公司销售费用率对比 .....	10
图 14: 相关公司管理费用率对比 .....	10
图 15: 公司汽车电子和车联网布局 .....	11
图 16: 汽车保有量及新增量 .....	12
图 17: 车联网用户及渗透率 .....	12
图 18: 车联网发展历程 .....	13
图 19: 博世智能驾驶舱解决方案 .....	13
图 20: 英伟达智能驾驶舱概念图 .....	13
图 21: 公司汽车电子相关产品 .....	14
图 22: 三方联合发布的智能驾驶舱解决方案 .....	15
图 23: 东软大健康战略布局 .....	16
图 24: PBM 管理简要流程 .....	18
图 25: 公司大健康资源 .....	19
图 26: 东软 IT 解决方案覆盖领域 .....	20
图 27: 东软为某市劳动信息保障系统提供解决方案 .....	21
图 28: HCM 系统组成图 .....	22
表 1: ADAS 方面与 Mobileye 对比 .....	15
表 2: 医保控费相关政策梳理 .....	16
表 3: 东软医疗、东软熙康重要事件 .....	19
表 4: 预测智能座舱+ADAS 业务估值 .....	23
表 5: 预测 BMS 业务估值 .....	23
表 6: 预测医疗软件服务估值 .....	24
表 7: 预测医疗系统集成估值 .....	24
表 8: 预测其它行业解决方案估值 .....	24
表 9: 可比公司估值水平 .....	25

# 1、公司软件实力雄厚，MBO 打开市值上升空间

## 1.1、国内首家 IT 上市企业，股权结构分散

公司前身为刘积仁博士于 1988 年创建的东北工学院“计算机系计算机网络工程研究室”，后由东北大学与阿尔派株式会社于 1991 年合资成立，成立之初主要做软件外包业务。公司 1996 年成为国内第一家上市的软件企业，是中国第一家通过 CMM5 和 CMMI5 级认证的软件企业。凭借强大实力，公司充分参与了国内早期各个行业的信息化进程，在多个行业信息化软件系统方面均建立了领先的市场份额，公司于 2001 年正式向 IT 解决方案与服务供应商发展。2008 年公司实现了集团整体上市，经过 20 余年的发展，公司目前已经成为国内最大的 IT 解决方案与服务提供商。公司董事长兼 CEO 为创始人之一刘积仁博士。

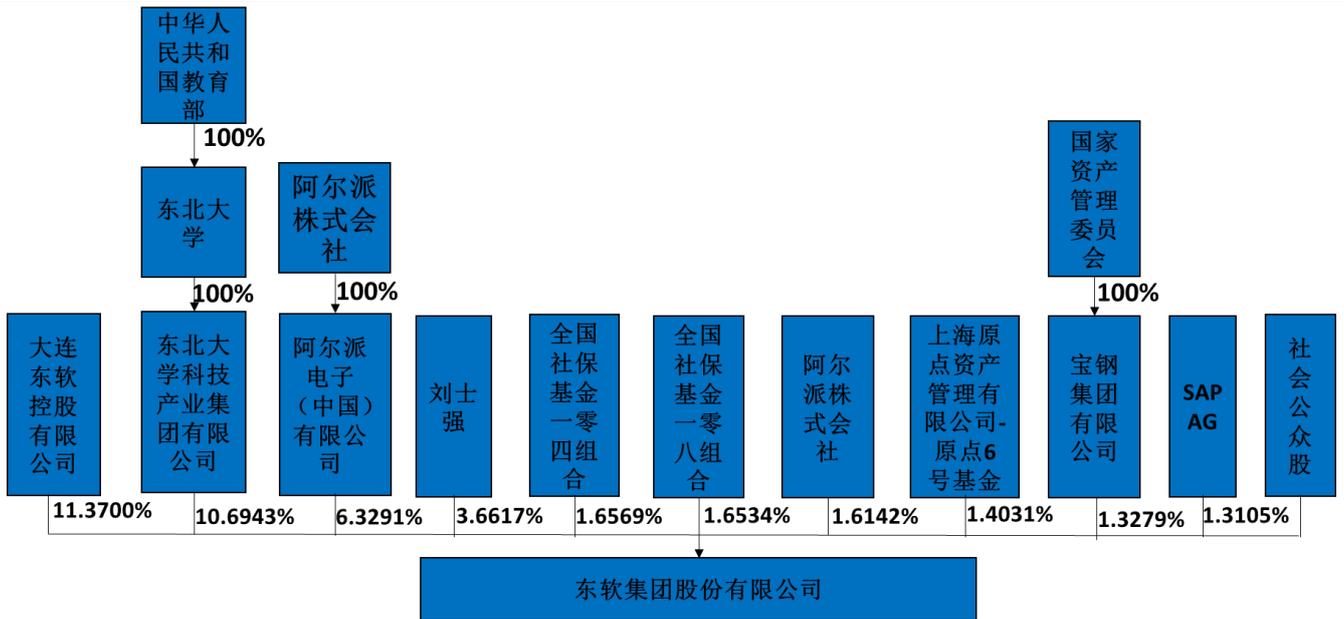
图 1：公司历史



资料来源：公司官网、国海证券研究所

公司成立至今，股权结构经过多次变更，上市之初，日企阿尔派持有公司股份接近 25%，2003 年至 2008 年，东软股份通过持续受让阿尔派持有的外资法人股成为控股股东，2008 年实现整体上市，东软集团持有的公司股份全部注销，2008 年至 2016 年 12 月 7 日，公司第一大股东一直是东北大学科技产业集团有限公司。2016 年 12 月 7 日公司管理层实施 MBO，公司最新公告显示公司第一大股东为大连东软控股。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、wind、国海证券研究所

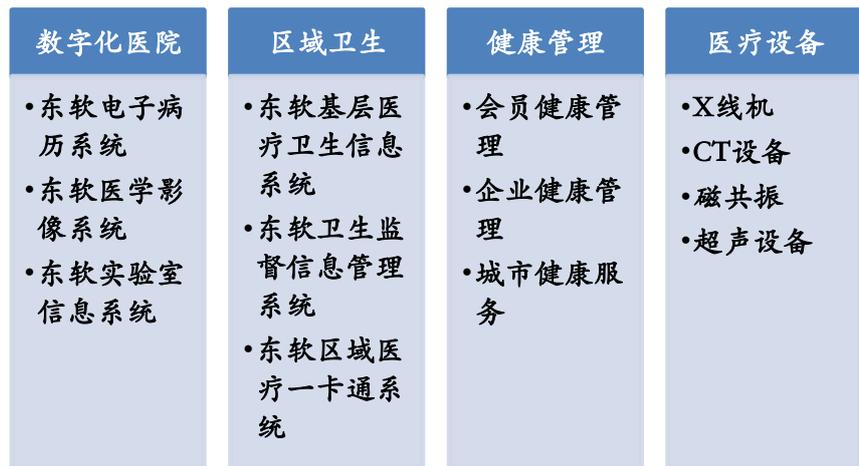
## 1.2、多行业解决方案份额领先，近年业绩平稳增长

公司经过 20 余年的发展，公司目前是国内最大的 IT 解决方案与服务供应商，拥有 270 个业务方向，750 种解决方案及产品，拥有 CT、MRI（磁共振）、X 线机、超声以及放射治疗设备等自有品牌医疗产品。就主营业务大类来讲主要分为两大类：软件及系统集成业务，医疗系统业务。此外还有小部分收入来自物业管理及广告。

软件及系统集成业务包含了公司在众多行业领域的解决方案及国际软件业务。其中主要行业领域包括政府信息化、电信、能源、医疗卫生、金融、教育等，公司基于前期的卡位优势及自身强大的研发实力，在各个行业领域均占领领先的市场份额。例如：政府信息化方面公司以社保、医保、财税信息化系统平台为主，在 2000 年开始就已经拓展社保相关业务，并占据了 40% 以上的市场份额，目前仍然处于领先定位，电信方面始终和各大运营商保持密切的合作，伴随电信系统不断升级，公司先后开发 SMIAS 系统，电信增值服务系统，云计算及物联网系统、BI 业务及网管业务系统，市场份额始终占据领先地位。

医疗方面公司软硬兼修，是国内最早开发和生产 CT、彩超、X 线机、MRI 四大尖端医学影像装置的公司，旗下子公司东软医疗相关硬件设备销售拓展至 100 多个国家和地区，同时公司 2011 年成立东软熙康从事健康管理业务。旗下东软医疗及东软熙康于 2014 年通过股权转让开始引入战略合作者，虽然公司不再具有控股权，但是有助于旗下医疗公司获得可持续成长资金支持，构建更好的商业模式。

图 3: 东软集团医疗相关布局



资料来源: 公司官网、国海证券研究所

公司 2015 年整体收入为 77.5 亿元, 同比上年下降 0.57%, 实现归母净利润 3.06 亿元, 同比增加 51%, 扣非净利润 2.2 亿元, 同比增加 87%。主要原因在于公司 2015 年主要增长来源是解决方案板块, 特别是其中毛利率相对较高的软件业务得到快速增长。公司近五年营收基本保持稳定增长, 净利润有所波动, 一方面是公司基于原有业务领域不断拓展, 保持营收稳定增长, 另一方面是公司目前处于以人员规模驱动增长为主的模式向以知识资产驱动增长模式的转变过程中, 许多新业务处于培育及研发投入过程中。

图 4: 公司营收及增速



资料来源: 公司年报、国海证券研究所

图 5: 公司归母净利润及增速



资料来源: 公司年报、国海证券研究所

公司 2015 年各项业务中, 营收占比最高的仍然是软件及系统集成业务, 占比达到 79.26%。其次是医疗系统业务, 占比为 19.84%。其余两项业务物业服务及广告占比均不足 1%。软件及系统集成业务毛利率为 27%, 医疗系统业务毛利率为 47%, 公司综合毛利率 31%。就公司发展过程来看, 公司自 2012 年提出开始朝知识资产驱动资产转型后, 在研发方面的投入一直处于高位, 2015 年研发费用达 7 亿元, 同时人力成本不断上升, 公司近三年销售费用率与管理费用率有所上升。目前公司在国内建立了 6 个软件研发基地以及 16 个软件开发与技术

支持中心，截止 2015 年末，申请专利 989 件，对于知识密集型产业，强大的研发能够有力支撑公司后续发展，为公司业绩增长提供一定保障。

图 6：2015 年公司各产品营收占比

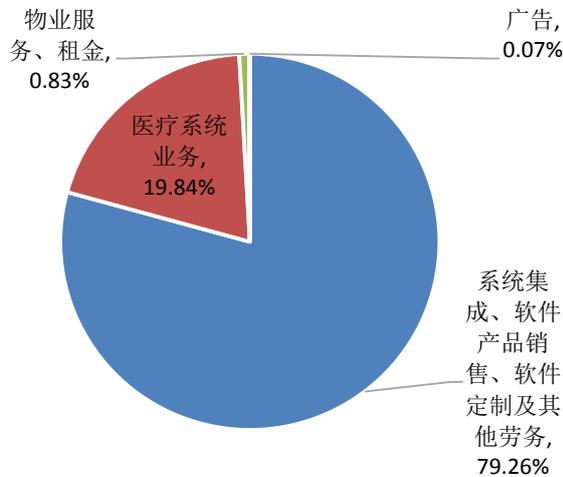
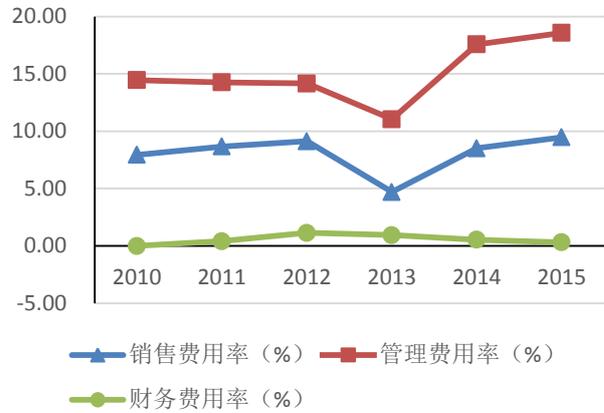


图 7：公司各项费用率



资料来源：公司 2015 年年报、国海证券研究所

资料来源：公司年报、国海证券研究所

### 1.3、管理层大比例增持打开市值向上空间

公司 2016 年 12 月 7 日发布公告，公司股东大连东软控股有限公司计划自当日起 6 个月内，增持不少于 5%，不多于 10% 的公司股权。增持价格拟在 17 元/股-19 元/股。根据公司最新公告，东软控股第一大股东为大连康睿道管理咨询中心，大连康睿道管理咨询中心实际控制人为包括公司董事长刘积仁在内的东软集团管理层人员。其中刘积仁持股 51%，王勇峰等 15 人持股 49%。

自增持方案发布之后，截至 2017 年 1 月 19 日，东软控股已经先后多次通过大宗交易增持公司股份，股份所占比例达到 11.37%。

图 8：MBO 方案发布后历次增持



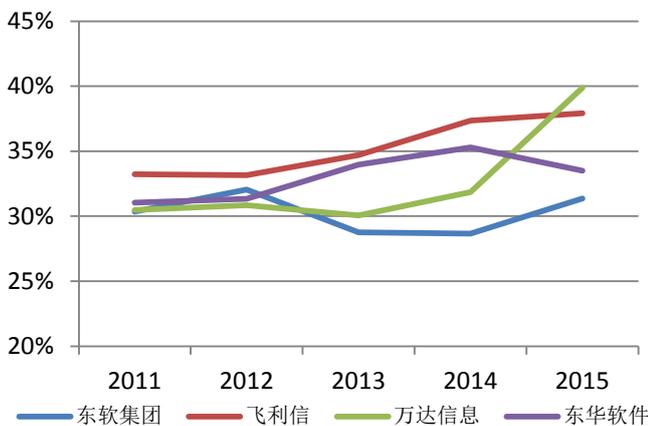
资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司管理层持股较低一直是市场对公司发展动力的担忧因素，本次公司管理层大比例增持将管理层利益和公司发展状况深度绑定，公司的发展有望加速，公司市值将打开向上空间。

### 1.4、利润率低于行业水平，具备较大提升空间

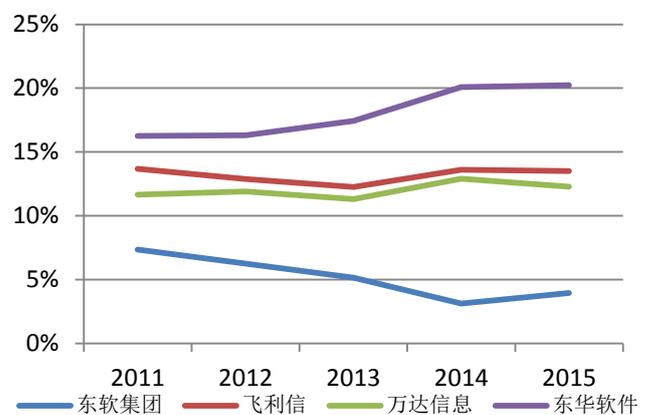
净利率远低于行业水平，业绩弹性较大。公司毛利率维持在 30%左右，净利率则处于逐年下滑的态势，2013-2015 年净利率分别为 6.26%、5.16%和 3.13%，而可比公司，如东华软件、万达信息等净利率水平均在 10%以上。因此，公司的净利率显著低于行业平均水平。我们认为随着本次管理层增持完成，公司的净利率有较大提升空间，假设公司净利率从目前不到 4%提升至 10%，接近行业平均水平，则能够释放约 8 亿净利润，具有较大提升空间。

图 9：相关公司毛利率水平对比



资料来源：wind、国海证券研究所

图 10：相关公司净利率水平对比

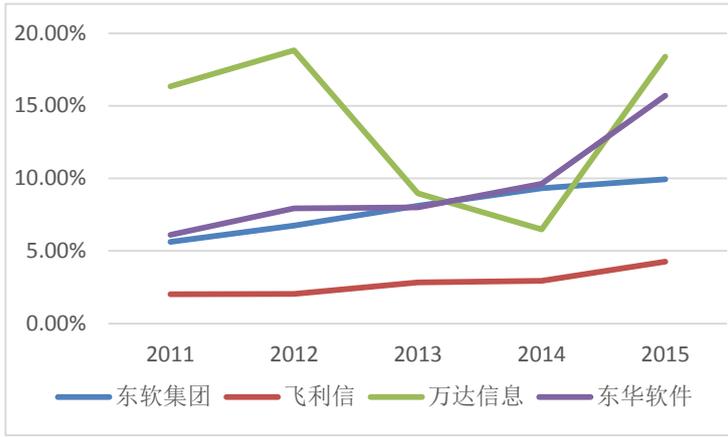


资料来源：wind、国海证券研究所

**大规模研发支出完全费用化。**公司近五年来研发支出较大，历年呈上涨趋势，2015 年研发费用率接近 10%，且历年费用化比例较高，近五年费用化率一直超过 90%，说明过去几年公司研发投入较大，在汽车电子、医疗、金融、能源等领域均研发出了业内领先的产品和解决方案，为未来增长打下坚实基础。

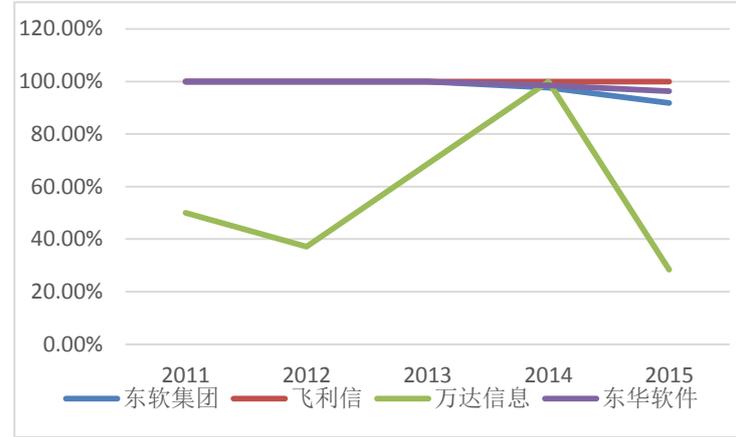
**合理管控加流程优化有助于降低费用率。**公司历年销售费用率一直超过 8.5%，远高于行业平均 4%的水平，管理费用率近年来也一直在 14%以上，高于行业内其他公司平均水平。2013-2015 年销售费用率分别为 8.83%、8.53%、9.47%，管理费用率分别为 15.75%、17.57%和 18.58%，二者均呈逐年上涨趋势。可比公司如飞利信、东华软件销售费用低于 5%、管理费用均在 10%左右，若后期公司加强企业管理，加大重点费用控制力度，认真审视和优化管理流程，提升管理水平，预计公司费用率有望下降，业绩弹性较大。

图 11: 相关公司研发费用率对比



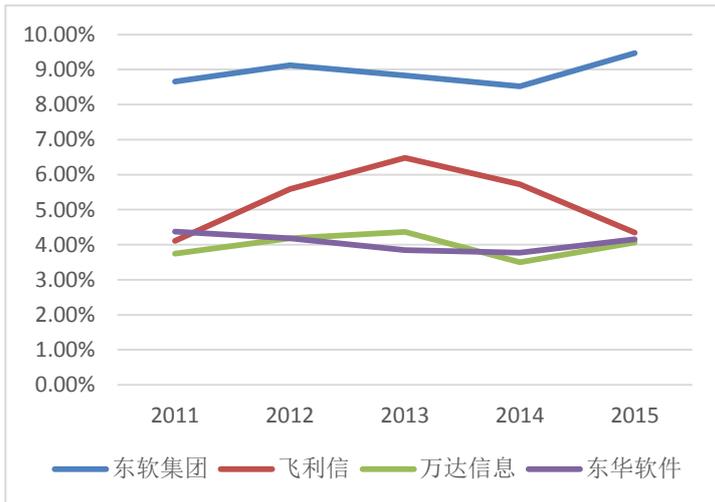
资料来源: wind、国海证券研究所

图 12: 相关公司研发费用化率对比



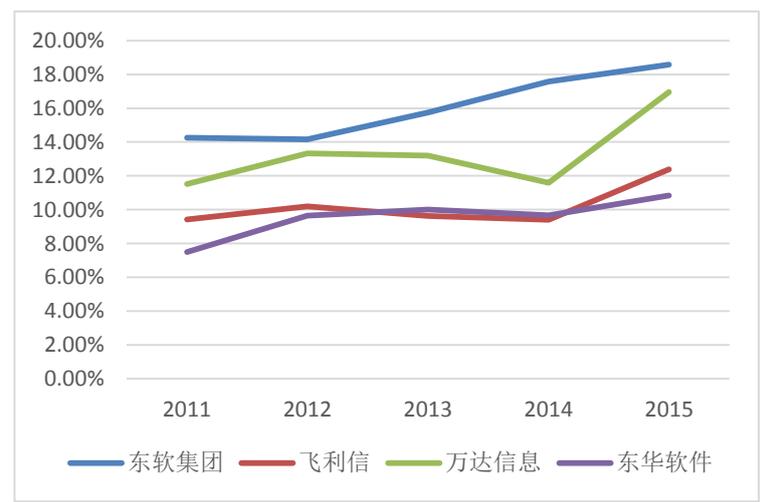
资料来源: wind、国海证券研究所

图 13: 相关公司销售费用率对比



资料来源: wind、国海证券研究所

图 14: 相关公司管理费用率对比



资料来源: wind、国海证券研究所

## 2、智能座舱、ADAS 助力汽车电子业务高增长

### 2.1、汽车电子业务历史悠久，积淀深厚

东软集团在汽车电子领域有深厚的积淀，其成立就与汽车电子关系密切。公司最初是依靠向阿尔派提供软件外包服务起家，阿尔派是日本汽车电子领域的重要企业。伴随汽车电子行业的迅速发展，公司在汽车电子领域的投入力度也在不断增加。公司目前已经形成车载信息娱乐、T-Box、Telematics 车联网，手机车机互联、车载信息安全等众多产品线。公司汽车电子业务目前汽车电子工程师已达到 3000 人。公司既有本土公司的创新、速度、成本的优势，还具有和哈曼、阿尔派多年合作经验所积累对产品的理解和对质量的把控能力，近几年汽车电子相关业务发展迅速。公司 2016 年三季报显示：公司在智能汽车 EV、ADAS 辅助驾驶系统等领域的市场份额持续提升，IVI、T-Box 等产品覆盖十余家汽车厂商客户。新能源汽车综合服务平台“氢氦出行”进入试运营。智能充电产品 SECC 和 EVCC 成功通过 ISO/IEC15118 测试，为产品打开国际市场奠定基础。

图 15：公司汽车电子和车联网布局



资料来源：公司官网、国海证券研究所

### 2.2、智能座舱、ADAS 将成汽车电子企业发力点

伴随信息技术的高速发展，汽车的网联化智能化程度也迅速提升，国内 2011 年首次在政策中指明支持车联网技术，发展至今，车联网也从概念阶段进入实质落地阶段。狭义的“车+互联网”也已经和大数据、云计算、人工智能等多种新兴技术融合，车联网迎来了智能升级。

据中汽协统计，2016 年国内汽车保有量 1.94 亿辆，乘用车销量达 2437 万辆，车联网市场规模巨大。据易观智库统计预测，2016 年车联网渗透率将从 2010 年的 4.65% 提升至 13%，市场规模有望突破 1500 亿，2020 年渗透率有望超过 20%，市场规模突破 4000 亿元。

图 16: 汽车保有量及新增量

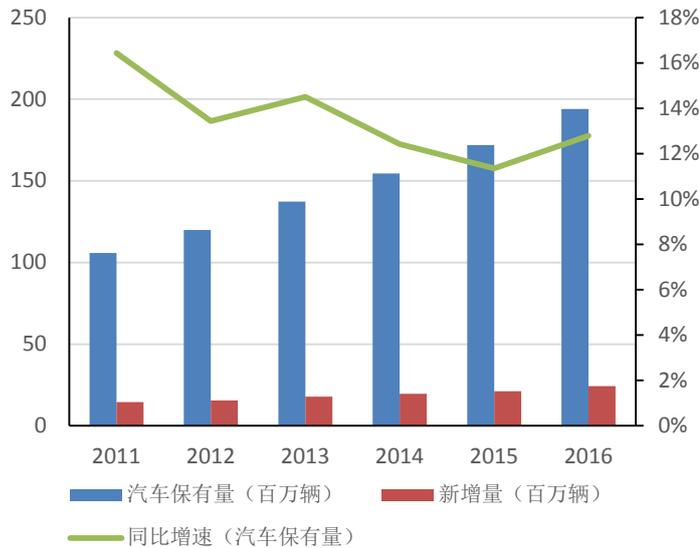
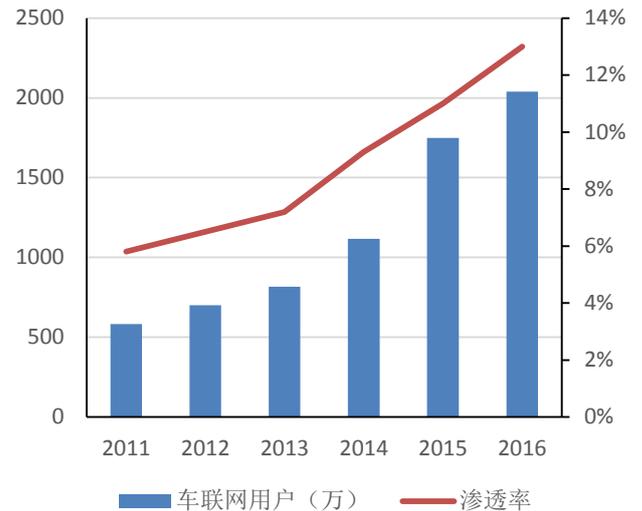


图 17: 车联网用户及渗透率



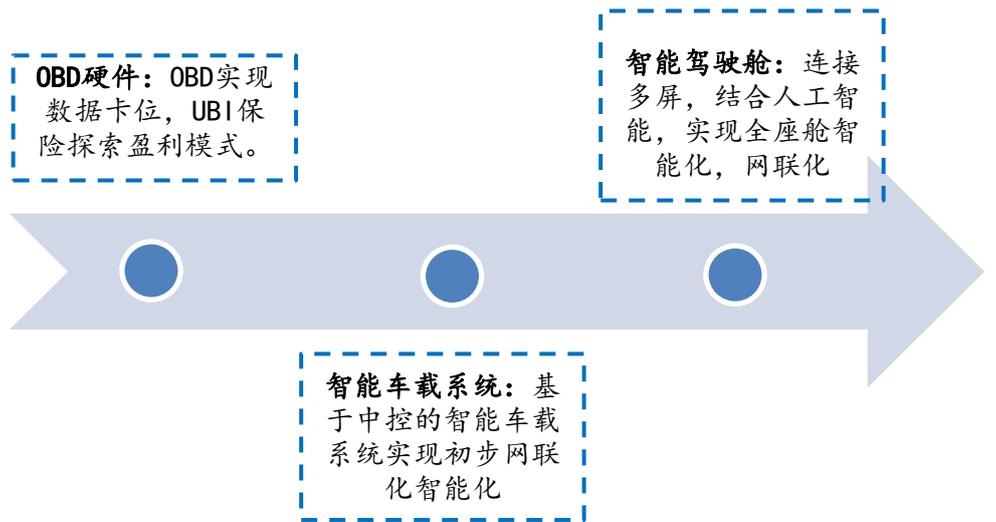
资料来源：中汽协、国海证券研究所

资料来源：易观智库、国海证券研究所

车联网巨大的市场规模吸引了各行业领域企业进入，通过梳理我们认为竞争主体主要有以下四方：1.传统汽车厂家，例如通用、宝马等，对汽车有着最强的整合及把控能力；2.汽车零部件等多级供应商，例如博世、大陆、东软集团，可以依托原来主要供应零部件产品扩展至更大范围的车联网智能化解决方案；3.互联网巨头，例如百度、阿里，依托自身资金优势及品牌影响力，从软件系统切入；4.创业企业，例如飞驰镁物，依靠更灵活的策略单点突破。

**整个车联网发展探索过程经历了先硬再软，基于中控扩展至座舱的过程。**自从车联网正式兴起，各方对车联网的商业模式经过了长时间的探索，尤其对于除大型车企之外的新进入者仍然有许多需要摸索的问题。前期以互联网及创业企业为主厂商首先推出 OBD 硬件，期望借助智能 OBD 设备实现车联网数据的卡位，UBI 保险也成为相对可行的盈利模式。之后众多具备车载中控系统开发能力的厂家先后推出各自的智能车载系统，包括通用推出的安吉星，百度推出的 CarLife 等。当前智能车载系统已经成为较为成熟的产品，众多车型也已经开始搭载 google 的 Android Auto、苹果的 Carplay、百度的 Carlife、阿里的 YunOS 等智能车载系统，汽车也初步实现了网联化及智能化。发展至今日，从 2017 年 CES 展览上，我们注意到智能驾驶舱已经成为当前车联网发展的新方向新重点。

图 18: 车联网发展历程



资料来源: 国海证券研究所

智能驾驶舱实现的是液晶仪表盘、中控车载系统、抬头 HUD 及后排娱乐系统的多屏连接, 多屏互动, 同时通过加入语音识别, 手势识别等智能技术大幅提升驾乘者的用户体验及整车的智能化网联化水平。2017 年 CES 展上多方均发布了各自的智能驾驶舱解决方案。例如丰田展示了采用“Yui”人工智能系统的概念车, 博世展示了搭载 HMI (采用了语音控制、人脸识别等新技术) 系统的概念座舱, 中科创达展示了基于 TurboX 的智能驾驶舱解决方案。

图 19: 博世智能驾驶舱解决方案

图 20: 英伟达智能驾驶舱概念图



资料来源: CES、国海证券研究所

资料来源: CES、国海证券研究所

除了座舱的智能化水平提升, 面向无人驾驶的高级辅助驾驶 (ADAS) 技术也在迅速发展, 基于多种传感器技术的 ADAS 技术在 2017 年的 CES 展览上引人注目。宝马、现代、大陆等多家企业推出了更加接近商业化的 ADAS 技术解决方案。据水清木华研究中心统计, 欧美国家已有近 8% 的新车配备 ADAS 功能, 而我国仅为 2% 左右。伴随技术成熟及成本下降, 未来渗透率有望快速提升。根据 Lux Research 的预测, 全球 ADAS 将从当前的 3% 的渗透率上升至 2020 年的 57%, 发展潜力巨大。

## 2.3、公司汽车电子业务布局完善，看点十足

公司基于自身强大的汽车电子实力，占据明显发展优势，做了长远布局，我们认为其汽车电子业务看点十足。

**智能车载娱乐系统功能全面，渠道成熟：**公司目前汽车电子解决方案以智能车载信息娱乐系统为主，涉及到汽车音响、汽车导航、汽车总线、个人导航及位置服务、电子地图、车载信息资讯等产品、解决方案和服务。依托公司 20 余年的汽车电子开发经验，通过和阿尔派、电装等重要汽车电子厂家的合作，目前超过一半的世界知名汽车品牌和中国国产知名汽车品牌均已是公司的客户。车载终端覆盖国内 500 万辆车，车载娱乐系统全球累计销售超过 3000 万套。伴随前装车联网渗透率的迅速提升及国内系统提供商对国外厂商的替代，公司智能车载娱乐系统解决方案有望持续高增长。

图 21：公司汽车电子相关产品

 Audio	• 数字广播 (DAB) • Full Media Type • 各种AV终端/媒介接驳 • 最佳音效
 Visual	• 数字电视 • 蓝光 • DVD Player • 影音重现 (TimeShift) • 3D显示
 Navigation	• 网络导航 • 实时导航 • 数据中心服务 • PND Link
 Communication	• 车载总线连接 • 在线娱乐、咨询服务 • 车内无线应用 • Phone Link • Internet连接 (3G) • 信息娱乐服务
 Driver Assistance	• 倒车影像 • 倒车雷达 • 俯视图 (多角度倒车影像组合) • 传感器集成系统
 Telematics	• 导航 • 安防 • 娱乐 • 通信(CallCenter) • 资讯

资料来源：公司官网、国海证券研究所

**智能驾驶舱、ADAS、新能源车等提前布局，成果丰硕，潜在需求巨大：**公司抓住国内汽车产业迅速发展的机遇，面向车联网及 ADAS 技术提早进行了布局，早在 2004 年就成立了汽车电子先行技术研究中心，专注于汽车驾驶辅助、车联网、智能交通领域的技术研发。目前研究中心共申请国际、国内发明专利 50 余项。并且 2015 年公司 (持股 41%) 与阿尔派电子 (持股 39%)、福瑞驰 (员工持股主体持股 20%) 合资成立东软睿驰汽车技术有限公司。东软睿驰结合了阿尔派优秀的硬件和公司优秀的软件集成能力，面向新能源车、车联网、ADAS 等先进技术进行商业化开发，更加侧重产品的落地，注重产品的商业化量产。当前东软集团相关技术成果丰硕，涉及 C4-Alfus 平台、ADAS 辅助驾驶安全系统、基于 V2X 通信技术开发的 VeTalk、车机交互的全液晶仪表盘以及车联网安全产品等，为后续汽车电子高成长预期提供有力支撑。同时公司已切入全球 TOP30 车厂中 75%的供应链，基于汽车电子高认证壁垒，一旦自动驾驶市场爆发，公司必将充分受益。

英特尔、东软集团、一汽红旗三方于 2016 年 10 月联合发布作共同研发的“智

能驾驶舱平台”。 “智能驾驶舱平台”是基于东软集团 C4-Alfus 平台进行研发集成。一汽红旗表示将率先在一汽红旗车型上进行应用。C4-Alfus 平台融合了先进的虚拟化技术，可以整合车内信息，实现多屏互动。同时，C4-Alfus 平台可以通过车内车外的互联互通技术与其他多个平台无缝连接，打造智能座舱系统。

图 22: 三方联合发布的智能驾驶舱解决方案



资料来源：公司官网、国海证券研究所

东软集团在车辆检测、行人识别、障碍物检测、道路检测、交通标志识别、头灯检测与标定、接近对象检测等技术方向均有专利覆盖，ADAS 技术实力处于国内领先地位，具备与 Mobileye 竞争的能力。

表 1: ADAS 方面与 Mobileye 对比

ADAS 企业	ADAS 收入 (亿元)	ADAS 研发人员	ADAS 研发时 (年)	ADAS 年研发投入 (亿元)	专利数量	所用芯片
Mobileye	9	340	15	2.2	12	Mobileye
东软集团	0.5	60	12	0.4	54	Freescale

资料来源：公司公告、国海证券研究所

东软睿驰 2016 年 8 月发布了新一代智能电池管理系统。该产品符合国际 ISO26262 标准，拥有 SOC/SOE/SOH 核心算法。目前已经在国内整车企业的多款商用车和乘用车上进行了验证测试，东软睿驰副总经理曹斌表示，预计 2017 年装配该款产品的数个车型将实现量产销售。

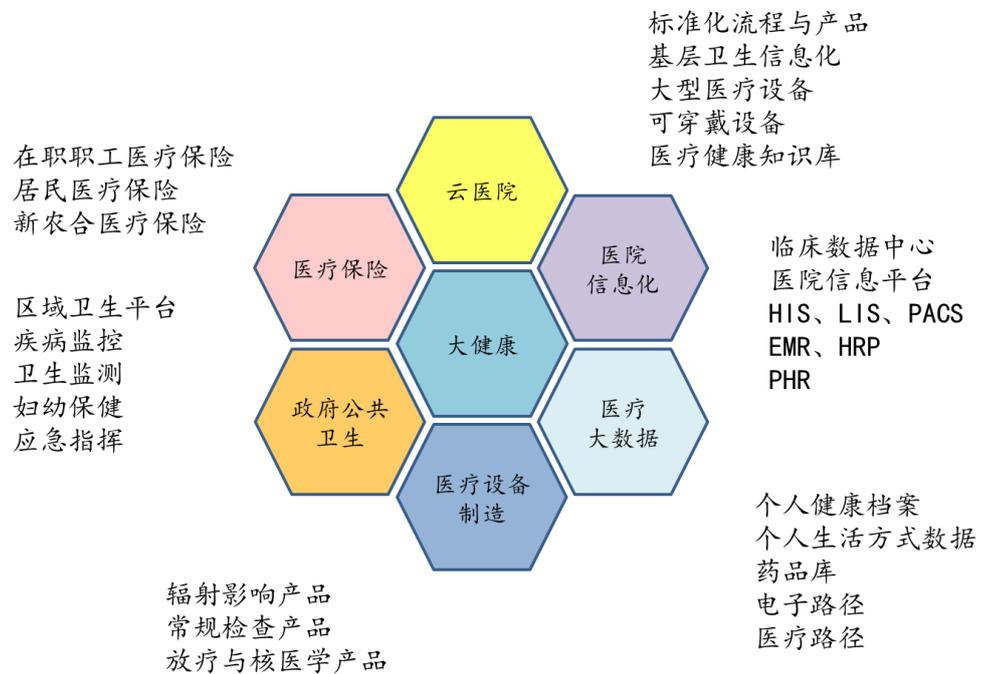
**驾驶行为分析业务业界领先，UBI 保险等业务值得关注：**公司的驾驶行为分析业务处于业界领先地位。旗下驾驶行为分析平台由爱驾驶 APP、Sensteer 数据分析平台和 Sensteer 云服务平台组成。2015 年底已经实现 5 大类 60 余种数据采集接入，实现 20 余种驾驶行为分析模型，其中仅依靠手机就可以识别 10 余种不良驾驶行为，申请发明专利 16 项，实现了从终端驾驶数据采集 APP，到云端数据分析和服务平台等相对完善的驾驶行为分析产品，并和国内诸多车厂和保险公司建立了合作关系，为其提供驾驶行为分析服务。公司下一步致力于将驾驶分析数据与 UBI 保险业务结合，构建有效的商业模式。

### 3、公司医保控费竞争实力强大

#### 3.1、公司医疗业务布局完善

东软集团在医疗方面的布局历史悠久。公司最早于 1997 年进入医疗卫生信息化领域。面向患者、政府、医疗服务机构等提供全面的医疗卫生信息化解决方案，据 IDC 报告显示，东软在医疗 IT 领域市场份额已连续多年排名第一。此外公司是国内最早能够提供具备自主知识产权的大型数字医学影像设备（CT 机、磁共振等）企业。目前公司围绕大健康计划已经形成包括云医院、医疗保险、医疗大数据等在内的完整布局。

图 23：东软大健康战略布局



资料来源：公司官网、国海证券研究所

#### 3.2、医保控费迫在眉睫，医疗 IT 厂商优势明显

当前医疗费用持续增长，国内老龄化程度不断提升，2016 年全国财政医疗卫生支出为 1.32 万亿元。根据健康风险预警治理协同创新中心预测，如果不加改变，到 2020 年，我国医疗费用将保持 12.08~18.16% 的年均增速，远高于 GDP 增速，对社会经济带来巨大负担。2016 年初，人社部统计已经有部分省份社保基金出现赤字。国内对医保控费愈加重视，政策也不断加码，提出了包括按病种收费、分级诊疗、健康管理等措施期望能够降低医疗费用增速，医保控费迫在眉睫。

表 2：医保控费相关政策梳理

发布时间	名称	主要内容
2017 年 1 月	《关于推进按病种收	逐步扩大按病种收费范围；合理确定具体病种和收费标准；扎实做好按病种收付费衔接；

	费工作的通知》	进一步改革医保支付方式，强化基金预算管理，完善谈判协商机制，科学制定按病种付费标准。
2016年6月	《关于尽快确定医疗费用增长幅度的通知》	控费目标实行动态管理，每年调整一次。力争到2017年底，全国医疗费用增长幅度降到10%以下。按照自上而下、层层分解的原则，将控费目标逐级分解到各地市和公立医院。
2016年1月	《关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》	整合城乡居民医保，统一覆盖范围，统一定点管理，结合基金预算管理全面推进付费总额控制。
2015年10月	《关于控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见》	规范医务人员诊疗行为；强化医疗机构内控制度；严格控制公立医院规模；降低药品耗材虚高价格；推进医保支付方式改革；转变公立医院补偿机制；构建分级诊疗体系；实施全民健康促进和健康管理。
2015年9月	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	提高基层医疗服务能力，以常见病、多发病、慢性病分级诊疗为突破口，引导优质医疗资源下沉，逐步建立符合国情的分级诊疗制度。
2012年11月	《关于开展基本医疗保险付费总额控制的意见》	结合医疗保险基金收支预算管理，合理确定总额控制目标，将总额控制目标细化分解到各级各类定点医疗机构。逐步建立以保证质量、控制成本、规范诊疗为核心的医疗服务评价与监管体系，控制医疗费用过快增长。

资料来源：发展改革委网站、国海证券研究所

为了减轻社保基金的压力，进行合理控费，目前主要有两个方向，一方面是对医院医疗支出进行合理控制，通过信息化系统进行合理控费是目前重点。另一方面是扩大商业保险所占比例，目前商业保险在医保整体所占比例极低，2015年国内医疗总支出中医疗险仅占1%。

**医疗控费方面医疗IT公司具备明显的优势：**社保及对医生及药品进行合理跟踪监管对解决过度治疗及过度用药的问题具有积极意义，就不同的监管阶段，医保控费方式主要有三种方式。1.事前控制：根据临床表现，对医生治疗方案进行合理建议，规范治疗行为；2.事中控制：在患者买药结算时，及时发现问题，给出建议；3.事后控制：根据总的治疗方案进行事后规范整改。

以上各阶段的监管均需要依赖医疗信息化系统，同时需要与社保系统进行及时交互，因此在整个医保控费过程中，HIS集成商，社保系统供应商具备明显的卡位优势。

**PBM模式有望逐渐兴起，商保公司及医疗IT公司强强联合：**目前商业保险占比较低的主要原因之一在于产品种类相对匮乏，同时专业数据及专业人才缺乏，保险公司无法获得有效的控费方案。对比美国，商业保险公司的控费方案大多由第三方组织PBM（药品福利管理）制定，在保证医疗质量的前提下，能够有效降低医疗费用，推动了美国医疗福利进一步普及。而美国PBM厂商的发展是从最初为美国医院提供信息化处理数据的系统逐渐演变为在既可以影响医院也有能力与药厂议价，同时可为保险公司提供医保方案的第三方组织。其主要盈利来源为与保险公司的合作分成及其他医疗流通环节的折扣。参考美国PBM模式，国内许多保险公司已经开始和医疗IT公司联合，万达信息与太保展开合作，人保集团入股东软集团，人寿入股卫宁健康。国内PBM模式有望逐渐兴起，社保及

HIS 系统供应商将发挥关键作用。

图 24: PBM 管理简要流程



资料来源：医药经济报、国海证券研究所

### 3.3、医疗资源丰富，数据优势保障公司医保控费强大竞争力

公司在医保控费方面优势明显，主要体现在医院及医保结算方资源丰富，同时大数据积累深厚，后期开展健康管理也将后劲十足。此外公司旗下东软医疗及东软熙康引进战略投资者也为后期医疗业务高增长带来了有力保障。

**公司大健康资源积累丰富，大数据优势明显，医保控费厂商有力竞争者：**公司大健康资源丰富，1.医院信息化方面：公司已经为约 600 家三级医院、2000 多家大型医疗机构、17000 多个基层医疗卫生机构提供信息化服务；2.医疗设备方面：公司拥有 10 大系列 50 余种医疗产品，覆盖大型医疗机构 1500 家；3.社保系统：公司保险管理和服务平台市场份额超过 50%，覆盖 24 个省，超过 150 个地级市以上客户，覆盖人群超过 4 亿，参保单位数量超过 700 万，医院两定数量超过 12 万。凭借公司丰富的客户资源，公司目前已经积累了医疗影像数据 12000T，结构化数据 3000T，居民电子健康档案 4.75 亿，覆盖约 5 亿客户。公司已经建立了医疗大数据的绝对优势。同时公司在医院及医保结算方社保方面均有明显的卡位优势，在医保控费方面优势突出。

图 25: 公司大健康资源



资料来源：公司公司、国海证券研究所

**东软医疗、东软熙康引入战略投资者，带来高成长预期：**东软医疗主要负责医疗设备的研发，销售等业务。在国内设有 8 大区，25 个省级办事处，在国外设有 5 个子公司和 1 个办事处。东软熙康承载了东软集团的健康服务，依托健康物联网、云平台和优秀医疗资源的结合，为个人和家庭提供包括慢性病预防生态系统在内的全生命周期健康关爱服务平台。目前熙康已拥有 23 省份近 1000 家远程医院联盟，在北京、上海等地发展专家近千名。同时联手宁波市卫生局打造了宁波云医院。但是医疗业务的发展需要持续的投入，公司 2014 年公告两家公司将通过增资扩股的方式引入弘毅投资、高盛等战略投资者。此举使得东软医疗，东软熙康获得持续发展的资金支持，为两家公司带来了更为丰富的资源，同时公司表示将努力实现两家公司上市，旗下医疗资产有望迎来快速增长，对提升公司市值将起到积极作用。

表 3: 东软医疗、东软熙康重要事件

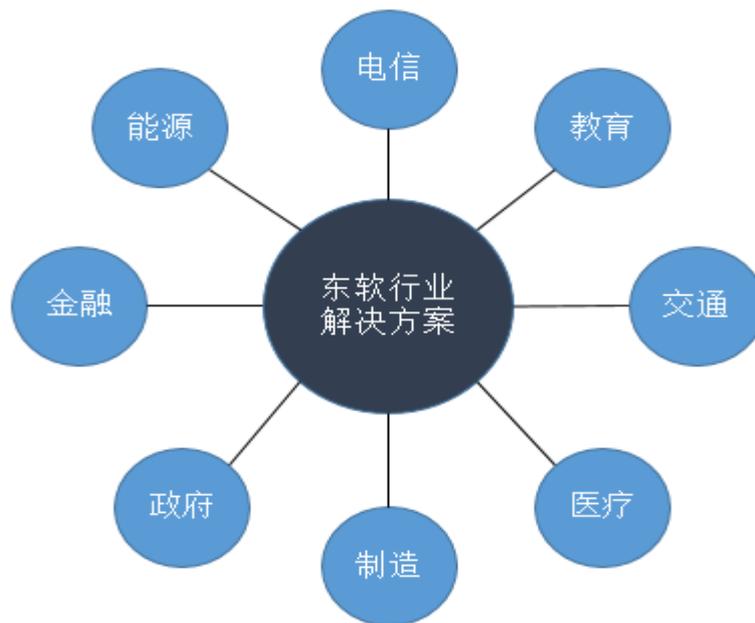
时间	事件
2015 年	东软医疗发布 NeuViz 128 精睿 CT 并出口欧洲、南亚、北非市场。
2014 年	东软集团发布公告，拟与弘毅投资、高盛、东软控股等投资者签订协议，对东软医疗和东软熙康进行投资。
2014 年	东软医疗发布 NeuViz 64 恒睿 CT、NeuViz 16 Classic 多层螺旋 CT、NSM-S15P 1.5T 超导磁共振系统等全线新品及解决方案。
2013 年	东软医疗隆重发布 CT、数字乳腺线机、彩超、临床检验等几大系列新品。
2012 年	东软医疗秘鲁子公司宣告成立。东软安德医疗科技有限公司在沈阳揭牌成立。东软医疗自主创新研发成功 64 层螺旋 CT。
2010 年	东软医疗中东子公司宣告成立。东软熙康正式成立。
2009 年	东软医疗隆重发布 16 层 CT、超导磁共振、直线加速器，以及 PET 等旗舰新品。
2008 年	东软医疗为北京奥运会及残奥会提供医疗 IT 保障。

资料来源：公司官网、国海证券研究所

## 4、多行业解决方案市场份额

公司长期为各行业提供完整的行业信息化解决方案,参与了国内“金保”,“金盾”,“金税”等全国性政府信息化建设项目。公司长期在各个行业信息化解决方案占据领先的市场份额。主要领域有电信、政府信息化、金融、交通、企业与电子商务等。

图 26: 东软 IT 解决方案覆盖领域



资料来源: 公司官网、国海证券研究所

**电信领域:** 电信领域是公司最早涉足的一个领域,目前已经在该领域占据领先地位,公司为电信行业提供新一代业务支撑系统(BSS)、管理支撑系统(MSS)、运营支撑系统(OSS);面向3G及后3G时代推出了可覆盖智能移动设备管理、合作伙伴关系管理等在内的系统解决方案。公司与三大电信运营商合作紧密,持续巩固核心业务领域的领先地位,公司签约中国联通总部以及全国28省业务,加强在智慧交通、营销平台业务等方面的合作;拓展与电信在营销平台、天翼云业务等领域的合作,承接电信总部及全国15省的业务。

**能源领域:** 东软集团持续推进全产业链业务布局,为电力行业的生产、运营、数据中心及应用集成等核心业务提供全面的解决方案,业务覆盖国家电网公司和南方电网公司下属的20余个省级电力单位;在石油石化业务领域,公司巩固与中国石油、中国石化、中化集团等行业关键客户的合作。近年来公司积极拓展新能源领域业务,启动光伏电站运维监控云服务平台业务等,继续巩固公司在能源领域的领导地位。

政府信息化领域：东软集团承担人力资源与社会保障部、公安部、国家工商总局等多个部门的大型信息系统建设，继续巩固在人力资源与社会保障行业领导者地位，目前公司用户已达 230 家以上，包括 13 个省级、18 个省会城市、170 多个市级城市等，覆盖 4 亿以上人群；在中国公安部的信息系统，中国社会保险信息系统都占有 50% 以上的市场份额。

图 27：东软为某市劳动信息保障系统提供解决方案



资料来源：公司官网、国海证券研究所

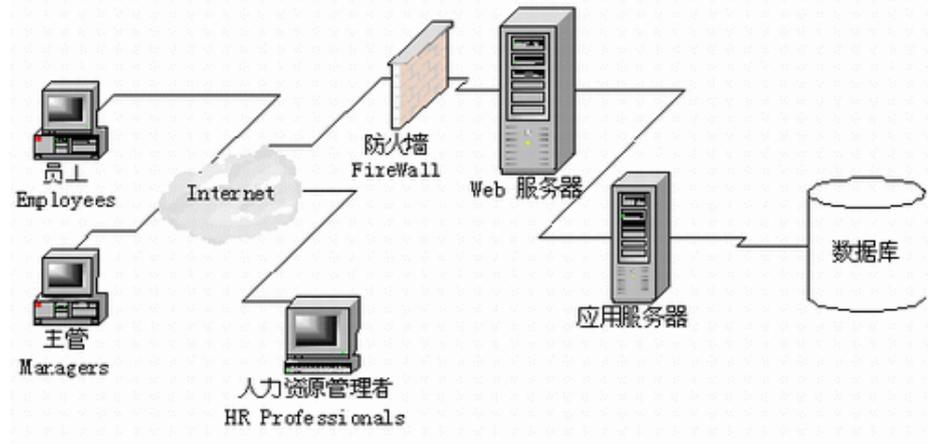
金融领域：公司面向银行、证券、保险等金融领域提供 IT 解决方案和服务，能够帮助客户快速的实现信息化管理。公司已经与中国人民银行，工商银行，浦发银行等 10 余所银行建立长期合作关系；在证券行业，公司完成对上海证券交易所，深圳证券交易所等关键客户的覆盖；在保险领域，预计 UBI 新型车险业务 2020 年市场规模将达到 3000 亿元，公司大力拓展 UBI 新型车险业务，未来将为公司带来强劲增长动力。

交通领域：公司为交通行业提供多项 IT 解决方案，包括高速公路收费系统、集装箱场站管理系统、轨道交通管理系统、东软海航管理系统等。公司是中国首个空中互联网产业联盟的成员单位，与中国航空、厦门航空等多家航空公司有紧密合作，同时，公司在地铁票务方面也是最重要的供应商。近年来，公司在交通领域积极拓展业务，取得了一系列成果。

企业与电子商务领域：公司聚焦重点行业和中高端客户，持续加强优质客户的覆盖率，为其提供人力资源管理、数据中心与商业智能、供应商关系管理等整体解决方案。在烟草行业，公司聚焦烟草物流核心业务，客户覆盖 20 余省的烟草企业，处于市场领先地位。公司推出的东软慧鼎人才资本管理系统，帮助企业完成

从人力资源管理到整合性的人才资本管理的转变。根据 CCID 的研究结果，东软慧鼎软件系列在 2008-2016 年连续 8 年在国内市场用户份额排名第一。

图 28: HCM 系统组成图



资料来源：公司官网、国海证券研究所

## 5、盈利预测与评级

我们对公司几大业务进行拆分估值。

1) 汽车电子业务。公司的智能驾驶舱、BMS、ADAS 业务是最大看点。由于汽车电子认证壁垒较高，东软潜在客户规模庞大，未来业务可期有持续高速增长。根据乐晴智库统计，智能驾驶舱 2020 年国内市场规模有望达到 300 亿元，根据中投顾问统计，2020 年 ADAS 国内市场有望突破 600 亿元，考虑到东软集团在汽车电子二十余年的积累及市场地位，我们认为东软智能座舱+ADAS 系统潜在收入水平在 100 亿，考虑到行业平均利润率水平，对应 10 亿净利润，给予汽车零部件公司 20x 估值，则市值空间可达 200 亿。

BMS 已经与三星 SDI 等国际顶级电芯厂商达成合作，并进入多款车系，今年开始量产，以 BMS+Pack 销售，有望产生较大规模的收入体量，根据《新能源汽车行业发展报告》统计，2016 年 BMS 市场规模超过 70 亿元，我们预计 2017 年国内 BMS 市场加速渗透，未来可达 100 亿级别，若东软集团占比 10%，则可达 10 亿收入，而 BMS 净利率普遍较高，比如科列技术净利率在 30% 左右，我们保守估计公司 20% 的净利率，对应约 2 亿净利润，估值可达 40 亿。综上，东软集团的汽车电子业务的潜在市值空间有望达到 240 亿。

表 4: 预测智能座舱+ADAS 业务估值

	东软智能座舱+ADAS 潜在市值测算
国内智能座舱+ADAS 年市场空间	1000 亿 (2000 万台*5000 元/台)
东软所占市场份额假设	10%
东软智能座舱+ADAS 收入	100 亿
智能座舱+ADAS 利润率	10%
东软智能座舱+ADAS 利润	10 亿
PE	20
对应市值 (亿)	200

资料来源：公司公告、国海证券研究所

表 5: 预测 BMS 业务估值

	东软 BMS 潜在市值测算
国内 BMS 年市场空间	100 亿
东软所占市场份额假设	10%
东软 ADAS 收入	10 亿
ADAS 利润率	20%
东软 ADAS 利润	2 亿
PE	20
对应市值	40 亿

资料来源：公司公告、国海证券研究所

2) 医疗业务。根据 IDC 预计，2017 年国内医疗信息化整体市场规模为 336 亿，其中医疗软件占比约 30%，空间在 100 亿左右，东软作为行业龙头收入可达 25

亿，对比卫宁健康 20%左右的净利率，行业内目前平均 30 倍左右估值，公司对应净利润为 5 亿，估值 150 亿。医疗系统集成市场空间约 200 亿，预测东软收入为 45 亿，对应 4.5 亿净利润，由于系统集成整体估值偏低，我们保守估计 10 倍估值，估值为 45 亿，总体医疗板块的估值可达 195 亿。

**表 6: 预测医疗软件服务估值**

	东软医疗软件服务潜在市值测算
国内医疗软件服务年市场空间	100 亿
东软所占市场份额假设	25%
东软医疗软件服务收入空间	25 亿
成熟医疗软件利润率	20%
医疗软件服务利润	5 亿
PE	30
对应市值	150 亿

资料来源：公司公告、国海证券研究所

**表 7: 预测医疗系统集成估值**

	东软医疗系统集成潜在市值测算
国内医疗系统集成年市场空间	180 亿
东软所占市场份额假设	25%
东软医疗系统集成收入空间	45 亿
成熟系统集成利润率	10%
医疗系统集成利润	4.5 亿
PE	10
对应市值	45 亿

资料来源：公司公告、国海证券研究所

3) 其它行业解决方案。公司涉足多个行业，为多个行业关键企业提供整体行业解决方案。假设行业整体维持平稳增长，公司净利率、PE 参考同行业合理水平，得出东软集团行业解决方案业务对应市值在 74.3 亿元左右。

**表 8: 预测其它行业解决方案估值**

细分行业	收入 (亿)	净利率	净利润 (亿)	参考 PE	对应市值
电信	7	12%	0.84	15	12.6
能源	5	18%	0.9	20	18
金融外包	5	15%	0.75	25	18.8
ERP	3	15%	0.45	18	8.1
其他	7	12%	0.84	20	16.8
合计	27				74.3

资料来源：公司公告、国海证券研究所

综上，我们认为公司未来汽车电子业务利润有望达到 12 亿，医疗业务利润有望达到 9.5 亿，行业解决方案业务有望达到 3.78 亿。公司汽车电子及医疗业务的

未来存在较高成长性，占总利润有望达到 85%。选取汽车电子标的索菱股份、医疗信息化标的万达信息、系统集成商东华软件进行对比，公司汽车电子业务、医疗业务具有较高成长性，对比行业内平均 30 倍估值，给予公司 2018 年 40 倍估值，对应市值 272 亿。行业解决方案公司一直属于国内领导者，综合实力较强，公司业务增速有望高于行业平均增速，对比行业平均 20 倍估值，给予公司 2018 年 30 倍估值，最终对应市值 36 亿，整体市值在 308 亿。给予“买入评级”，预测 2016-2018 年 EPS 分别为 1.59、0.49、0.65 元，当前股价对应市盈率估值分别为 13、42、31 倍。

表 9: 可比公司估值水平

公司	索菱股份	万达信息	东华软件	平均
2018 年 wind 一致预期估值(2017-3-29 日收盘价计算)	30	34	18	27.16667

资料来源: wind、国海证券研究所

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	7752	7782	8371	10532
增长率(%)	-1%	0%	8%	26%
净利润(百万元)	386	1980	603	807
增长率(%)	51%	413%	-70%	34%
摊薄每股收益(元)	0.31	1.59	0.49	0.65
ROE(%)	6.04%	24.92%	7.16%	8.92%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 6、风险提示

- 1) 市场系统性风险;
- 2) 项目落地不及预期风险;
- 3) 公司未来盈利能力提升的不确定性;
- 4) 汽车电子和医疗业务发展不及预期的风险。

表 10: 东软集团盈利预测表

证券代码:	600718.SH		股价:	20.42	投资评级:	买入	日期:	2017-03-29	
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	6%	25%	7%	9%	EPS	0.31	1.59	0.49	0.65
毛利率	31%	31%	32%	32%	BVPS	4.89	6.47	6.95	7.60
期间费率	29%	26%	25%	24%	<b>估值</b>				
销售净利率	5%	25%	7%	8%	P/E	65.67	12.81	42.09	31.42
<b>成长能力</b>					P/B	4.18	3.16	2.94	2.69
收入增长率	-1%	0%	8%	26%	P/S	3.27	3.26	3.03	2.41
利润增长率	51%	413%	-70%	34%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
总资产周转率	0.64	0.57	0.59	0.68	<b>营业收入</b>	<b>7752</b>	<b>7782</b>	<b>8371</b>	<b>10532</b>
应收账款周转率	3.17	2.91	2.80	2.70	营业成本	5320	5358	5656	7132
存货周转率	3.99	3.99	3.99	3.99	营业税金及附加	44	44	47	59
<b>偿债能力</b>					销售费用	734	661	653	821
资产负债率	47%	42%	41%	41%	管理费用	1440	1362	1381	1675
流动比	1.61	1.97	2.08	2.12	财务费用	24	(66)	18	19
速动比	1.32	1.90	2.01	2.06	其他费用/(-收入)	(53)	1600	0	0
					<b>营业利润</b>	<b>137</b>	<b>2023</b>	<b>616</b>	<b>825</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业外净收支	258	0	0	0
现金及现金等价物	3431	5863	6268	6572	<b>利润总额</b>	<b>395</b>	<b>2023</b>	<b>616</b>	<b>825</b>
应收款项	2449	2671	2988	3904	所得税费用	88	453	138	185
存货净额	1334	326	326	326	<b>净利润</b>	<b>306</b>	<b>1571</b>	<b>478</b>	<b>640</b>
其他流动资产	205	244	263	331	少数股东损益	(80)	(410)	(125)	(167)
<b>流动资产合计</b>	<b>7419</b>	<b>9105</b>	<b>9845</b>	<b>11132</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>386</b>	<b>1980</b>	<b>603</b>	<b>807</b>
固定资产	1812	1703	1592	1479					
在建工程	477	477	479	482	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
无形资产及其他	755	755	710	664	<b>经营活动现金流</b>	<b>287</b>	<b>2133</b>	<b>337</b>	<b>192</b>
长期股权投资	233	233	233	233	净利润	306	1571	478	640
<b>资产总计</b>	<b>12113</b>	<b>13689</b>	<b>14274</b>	<b>15407</b>	少数股东权益	(80)	(410)	(125)	(167)
短期借款	1073	1073	1073	1073	折旧摊销	223	205	207	204
应付款项	1211	1230	1299	1638	公允价值变动	(7)	0	0	0
预收帐款	571	573	617	776	营运资金变动	(156)	767	(223)	(485)
其他流动负债	1755	1755	1755	1755	<b>投资活动现金流</b>	<b>(645)</b>	<b>109</b>	<b>109</b>	<b>110</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4610</b>	<b>4631</b>	<b>4743</b>	<b>5242</b>	资本支出	(52)	109	109	110
长期借款及应付债券	610	610	610	610	长期投资	(82)	0	0	0
其他长期负债	500	500	500	500	其他	(512)	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	<b>1110</b>	<b>1110</b>	<b>1110</b>	<b>1110</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>2790</b>	<b>(15)</b>	<b>(5)</b>	<b>(6)</b>
<b>负债合计</b>	<b>5721</b>	<b>5741</b>	<b>5853</b>	<b>6352</b>	债务融资	854	0	0	0
股本	1243	1243	1243	1243	权益融资	892	0	0	0
股东权益	6392	7947	8421	9055	其它	1044	(15)	(5)	(6)
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>12113</b>	<b>13689</b>	<b>14274</b>	<b>15407</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>2432</b>	<b>2227</b>	<b>441</b>	<b>295</b>

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【计算机组介绍】

孔令峰，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

宝幼琛，本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，3年证券从业经历，目前主要负责计算机行业上市公司研究。

孙乾，上海交通大学电子与通信工程硕士，从事计算机行业上市公司研究。

刘浩，上海财经大学金融学硕士，上海交通大学数学学士，从事计算机上市公司研究。

## 【分析师承诺】

孔令峰、宝幼琛，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。