

公司研究/首次覆盖

2017年07月25日

计算机软硬件/计算机应用 II

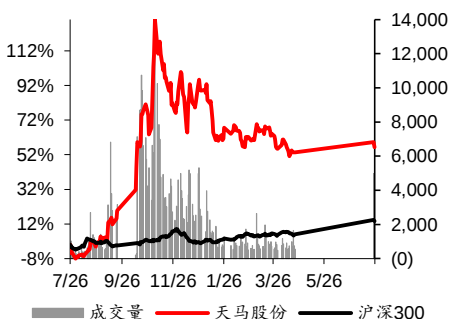
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 10.5
合理价格区间(元): 11.99~12.82

高宏博 执业证书编号: S0570515030005
研究员 010-56793966
gaohongbo@htsc.com

蔡嵩松 010-56793963
联系人 caisongsong@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

华丽转型企业 SaaS 及大数据服务 天马股份(002122)

收购企业 SaaS 及大数据标的, 开启业务转型大幕

公司拟以现金 12 亿元购买微信第三方服务商上海微盟科技 60.4%股权; 现金 3.38 亿元收购大数据服务商博易智软(北京) 56.3%的股权, 均已签署股权转让协议, 本次交易的资金来源为公司自筹资金。微盟 2016 年营收 3.15 亿元, 净利润 4718 万元, 承诺 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年上半年实现的净利润数分别不低于人民币 1.2 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元、0.8 亿元; 博易 2016 年营收 1.08 亿元, 净利润 1789 万元, 承诺 2017、2018 和 2019 年净利润 4000 万元、5200 万元和 6800 万元。

收购标的质地优良, 立志成为中国版 Salesforce + Palantir

本次收购的两家标的, Weimob 微盟是上海微盟科技股份有限公司推出的一个针对微信公众号账号提供营销推广服务的第三方平台, 已有 220 万用户。博易是一家大数据应用服务提供商。以成为“大数据专家”为企业发展方向, 2016 年营收过亿。两个标的的收购展现出公司在企业云服务及大数据领域的产业雄心——成为像 Salesforce 和 Palantir 那样的产业独角兽。

企业 SaaS 市场潜力大, 大数据应用发展前景光明

企业 SaaS 是企业管理和运营的优选方案。经过十多年的发展, 企业软件云服务行业正处在高速发展期, 据艾瑞咨询经过行业内企业访谈等方式预测, 到 2019 年国内市场容量有望超过 1000 亿元。产业大数据是一座宝库, 据工信部发布的《大数据产业发展规划(2016-2020 年)》, 到 2020 年大数据相关产品和服务业务收入突破 1 万亿元, 年均复合增长率保持 30% 左右。

公司传统业务增长稳定, 资产质地优良变现保值增值能力强

公司 2013 年~2015 年归母净利润分别为 3100 万元、3400 万元和 4700 万元, 主业处于比较稳定的状态。公司 2016 年净利润 2.52 亿元, 主要是由于子公司齐重数控与齐齐哈尔市土地矿业权储备交易中心三块土地交易未按约定如期履行, 导致坏账计提和资产减值计提所致。公司 2017 年一季度净资产在 45 亿左右, 主要为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产, 未来资产变现和保值增值能力强。

转型步伐坚定而稳健, 未来可期, 首次覆盖给予买入评级

预计公司 2017~2019 年净利润为 1.30 亿元、2.35 亿元、3.20 亿元, PE 为 98 倍、54 倍和 40 倍。公司轴承主业按照 1 倍 PB 进行估值给予 45 亿市值, 新业务对应 82 亿市值, 新业务 PE 分别为 91 倍、42 倍和 29 倍。目前 A 股可对标企业服务公司 2018 年平均估值约 48 倍, 公司是具备高度稀缺性及成长性的企业 SaaS 和大数据标的, 业务范围更广, 给予一定的估值溢价, 给予公司新业务 2018 年 PE 50~55 倍, 按照 1.95 亿利润计算约 97.5~107.3 亿元, 叠加主业 45 亿市值, 目标价 11.99 元~12.82 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示: 企业云服务行业发展不达预期; 大数据服务应用不达预期; 收购计划不能按期完成

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,188
流通 A 股 (百万股)	1,092
52 周内股价区间 (元)	6.18-15.45
总市值 (百万元)	12,474
总资产 (百万元)	6,708
每股净资产 (元)	3.79

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,099	2,158	2,714	3,870	4,982
+/-%	(3.54)	2.84	25.76	42.59	28.73
归属母公司净利润 (百万元)	47.16	(252.16)	130.20	235.26	320.28
+/-%	39.55	(634.72)	(48.37)	80.69	36.14
EPS (元, 最新摊薄)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27
PE (倍)	269.30	(50.36)	97.54	53.98	39.65

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

天马股份：收购企业 SaaS 及大数据标的，开启业务转型大幕	4
以现金 15.38 亿收购微信第三方服务商微盟和大数据服务商博易	4
推出 600 万股股权激励计划，三年承诺净利 14.3 亿	4
公司原主业轴承制造前景不佳，星河入主准备进行彻底转型	4
星河集团拥有国内领先智能产业互联网产业集群为公司转型保驾护航	5
收购标的质地优良，立志成为中国版 Salesforce + Palantir	7
微盟：依托微信公众号，构筑企业云服务龙头	7
博易：高速增长的大数据服务商，以成为“大数据专家”为发展方向	8
公司的奋斗目标是成为中国的 Salesforce + Palantir	9
企业 SaaS 市场潜力大，大数据应用发展前景光明	11
SaaS：企业管理和运营的优选方案，市场容量大	11
产业大数据服务：比肩消费大数据的宝库，国家政策强力支持	14
公司传统业务增长稳定，资产质地优良变现保值能力强	15
历史沿革	15
传统业务增长稳定，去年巨额亏损系坏账计提和土地减值	15
公司传统轴承业务资产质地优良，未来如剥离变现保值增值能力强	17
盈利预测与投资建议	18
关键假设	18
投资建议	19
风险提示	20
PE/PB – Bands	20

图表目录

图表 1： 天马股份股权结构（截至 2017 年一季度）	5
图表 2： 星河世界集团四大业务集群	5
图表 3： 解决方案——电商	7
图表 4： 解决方案——餐饮	7
图表 5： 通过微盟开展建站的企业客户数	7
图表 6： 通过开展精准营销获客的企业客户数	7
图表 7： 接入企业云服务平台的第三方供应商数量（单位：厂商个数）	8
图表 8： 接入企业云服务平台的功能模块（单位：模块个数）	8
图表 9： Super Center 大数据平台整体架构	8
图表 10： 公司客户情况	9
图表 11： 合同单价（万元，2017 年 1-6 月）	9
图表 12： 公司近三年营收和毛利情况	9
图表 13： 公司未来的智能商业版图	10

图表 14: 中国企业云服务市场规模及增长率预测.....	11
图表 15: 我国中小企业状况	12
图表 16: 中美消费互联网和产业互联网现状对比.....	12
图表 17: SaaS 服务分类和代表企业.....	13
图表 18: 全球大数据市场预测 (单位: 百万美元)	14
图表 19: 国内大数据市场预测 (单位: 亿元人民币)	14
图表 20: 公司主要产品.....	15
图表 21: 公司参加国际轴承展.....	15
图表 22: 公司近 5 年营业收入、净利润及增速 (亿元)	16
图表 23: 2016 年公司主营业务收入构成 (按产品)	16
图表 24: 公司主要产品毛利率情况 (12-16 年)	16
图表 25: 公司历年费用率情况 (12-16 年)	16
图表 26: 企业云服务和大数据业务营收预测 (单位: 亿元)	18
图表 27: 公司 2017~2019 年归母净利润分拆 (单位: 亿元)	19
图表 28: 部分可比计算机软件公司估值 (以 2017 年 7 月 24 日收盘价为基准)	19
图表 29: 天马股份历史 PE-Bands	20
图表 30: 天马股份历史 PB-Bands	20

天马股份：收购企业 SaaS 及大数据标的，开启业务转型大幕

以现金 15.38 亿收购微信第三方服务商微盟和大数据服务商博易

公司 7 月 21 日晚间公告，拟以现金 12 亿元购买上海微盟科技股份有限公司 60.4% 股权；同时，以现金 3.38 亿元收购博易智软（北京）技术股份有限公司 56.3% 的股权，均已签署股权转让协议，交割方案中规定协议签订后 10 个工作日内完成申请文件准备，之后 60 个工作日内完成资产过户和工商税务变更，预计两个月之内完成资产交割，本次交易的资金来源为公司自筹资金，两个月内完成资产过户的概率较大，同时公司企业服务大数据人工智能的业务也符合母公司星河集团智能产业生态圈的战略规划，集团会力保此次并购整合按期完成。

微盟科技是一家微信第三方技术开发与服务提供商，通过微信平台在软件开发、精准营销、电商、金融等方面为客户提供全方位的一体化解决方案。博易股份主要从事大数据平台和商业智能系统软件的研究、开发、销售、咨询和服务。公告显示，2016 年度，微盟科技营业收入 31460 万元，净利润 4718 万元，股东全部权益价值为 203165 万元，微盟科技承诺 2017 年度、2018 年度、2019 年度、2020 年上半年实现的净利润数分别不低于人民币 1.2 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元、0.8 亿元，四期合计不低于人民币 5.8 亿元。博易股份营业收入 10764 万元，净利润 1789 万元，股东全部权益价值为 60258 万元，博易股份承诺 2017、2018 和 2019 年各年度基准净利润分别为人民币 4000 万元、5200 万元和 6800 万元，三期合计不低于 1.6 亿元。与此同时，标的方微盟科技 CEO 孙涛勇承诺自本次交易公司股票复牌之日起 3 个月内，在二级市场使用不低于 3 亿元的自有资金购入公司的股票，并承诺 12 个月内不得通过任何方式减持该等股票，自该限售期限届满后，每年转让股份数不超过在其名下股份总数的 25%。

推出 600 万股股权激励计划，三年承诺净利 14.3 亿

公司在宣布收购公告的同时，也披露了 2017 年度的股权激励计划（预案）。激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员以及公司的核心业务（技术）人员，对其授予不超过 600 万股限制性股票，占总股本的 0.51%，三个解除限售期 2017 年、2018 年、2019 年考核目标分别是 1.3 亿元、5 亿元和 8 亿元的归母净利润。

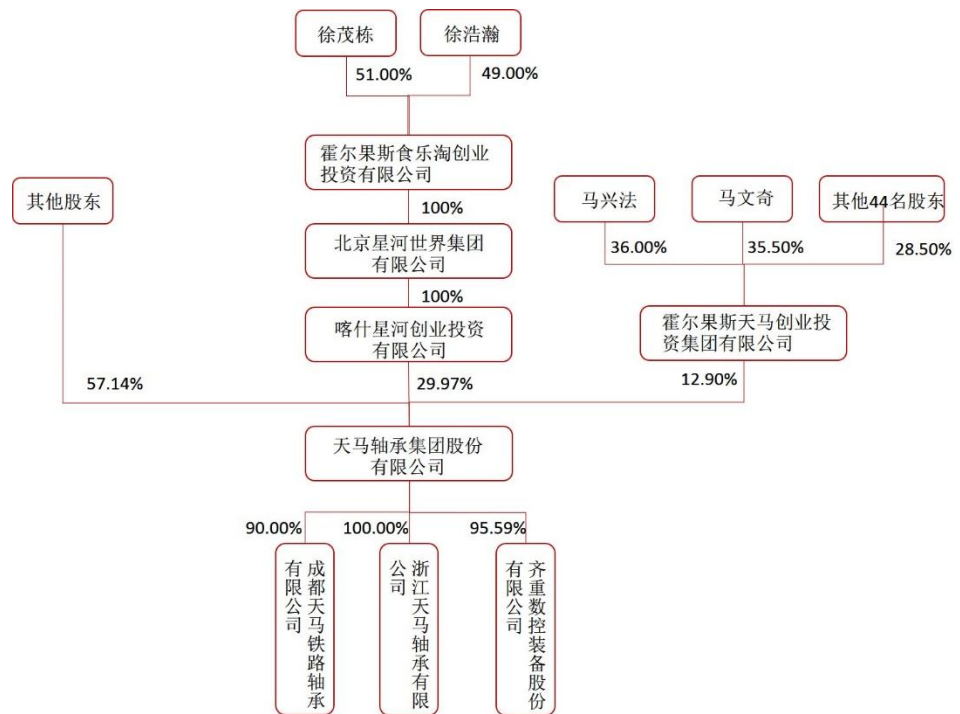
除公司层面业绩考核指标外，本次股权激励计划还设定个人层面的绩效考核指标，对激励对象个人的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价，只有在上述两个指标同时达成的情况下，激励对象获授的限制性股票才能解除限售。

公司原主业轴承制造前景不佳，星河入主准备进行彻底转型

公司原是一家轴承制造商，受整体经济增速放缓，制造业景气度低迷等大环境影响，原有的轴承业务、数控机床业务盈利乏力前景堪忧，公司开始谋求转型。

2016 年 10 月，公司原控股股东霍尔果斯天马创业投资集团有限公司将其 29.97% 股权转让给喀什星河创业投资有限公司，剩余股份 12.9%，成为第二大股东，而后者成为公司第一大股东。公司目前的实际控制人为徐茂栋、徐浩瀚父子。徐茂栋为喀什星河创业投资有限公司的母公司星河世界集团董事局主席、CEO。

图表1： 天马股份股权结构（截至 2017 年一季度）

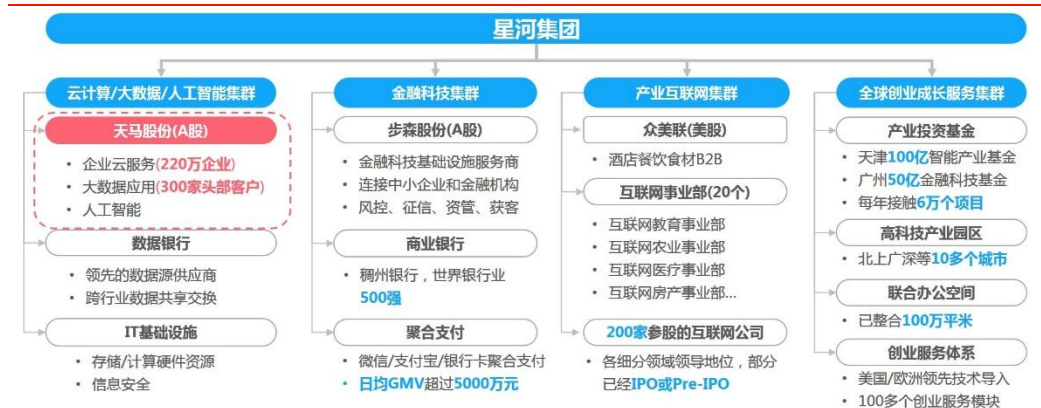


资料来源：Wind、华泰证券研究所

星河集团拥有国内领先智能产业互联网产业集群为公司转型保驾护航

星河世界是中国领先的智能产业互联网平台，成立于 2005 年，通过十余年的努力，已经建立起一个庞大的智能产业生态圈。星河集团目前拥有四大业务集群：一是全球创业成长服务集群，为企业提供从种子到 Pre-IPO 的创业投资和创业服务，致力于成为企业的超级产业投资人和联合创始人；二是云计算/大数据/人工智能集群，为政府及企业提供云计算、大数据、人工智能等技术服务；三是金融科技集群，通过云计算、大数据、人工智能等技术为企业提供金融服务；四是产业互联网集群，线上线下融合，帮助传统产业实现互联网化和智能化。目前，星河集团控股 A 股天马股份(SZ002122)、A 股步森股份(SZ002569)、美股众美联(NASDAQ: JMU) 三家上市公司，拥有 200 多家互联网成员公司，总市值超过 1000 亿元，已为 30 万创业者、500 万企业及 8 亿个人用户提供了服务。

图表2： 星河世界集团四大业务集群



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

星河集团拥有多年为企业提供产业互联服务的业务经验，底蕴深厚，外与各地政府、产业园区、银行系统有良好的合作关系，内有参股标的枝繁叶茂，且兵强马壮，业务覆盖企业云服务，大数据，人工智能，Fintech，产业互联网，创业投资等。几大产业集群既可以互相扶持、资源共享，又可以取长补短、优化配置。

在星河世界集团控股后，天马股份随即被纳入母公司的产业集群，主营业务也转为企业提供云服务、大数据应用和人工智能服务。背靠这样一个强大的母公司平台，天马股份的转型条件可以说是得天独厚。

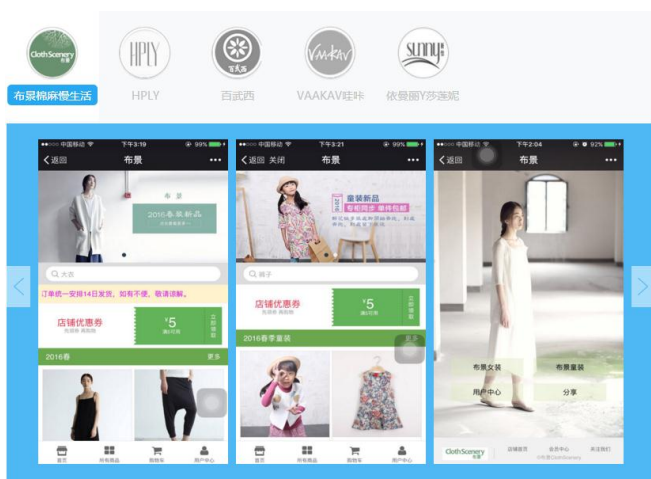
在完成股权转让和控股股东的更替之后，公司即开始了转型之路，具体就是要收缩并逐步剥离原有的轴承业务、数控机床业务，转而拓展一站式、全过程、立体化的创业服务平台、企业服务平台业务。推动公司业务战略转型。2017 年一季度，公司以合计 6.43 亿元出售贵州天马 100%股权、天马轴承 93.81%股权，以及公司控股子公司成都天马出售天马精密 100%股权给天马股份原控股股东天马创投旗下的子公司天马电梯，未来公司计划推动上市公司战略收缩轴承业务、数控机床业务的业务规模，并在适当时机继续置出部分资产，进一步改善上市公司的持续盈利能力。已有的 6.43 亿资金和未来继续置出所获的现金流将用于收购互联网领域优质的资产，为公司转型战略招兵买马。公司称，将会关注优秀互联网项目，特别是大数据、企业服务、人工智能等方面，同时也将为其他互联网公司提供大数据、云服务、人工智能、企业服务等生态资源及服务。

收购标的质地优良，立志成为中国版 Salesforce + Palantir

微盟：依托微信公众号，构筑企业云服务龙头

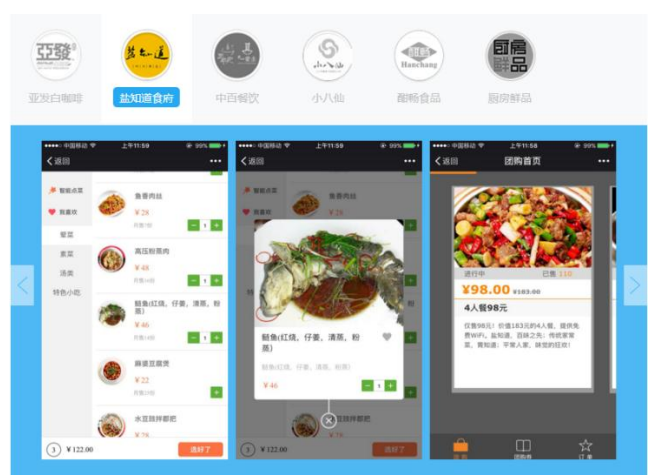
Weimob 微盟是上海微盟科技股份有限公司推出的一个针对微信公众账号提供营销推广服务的第三方平台，也是腾讯生态最佳服务商之一，腾讯持股 2.14%，本次股份转让后腾讯持股比例没有发生变化。其主要功能是针对微信商家公众号提供与众不同的、有针对性的营销推广服务。微信拥有 8.89 亿月活跃用户和 1000 万公众号，微盟基于微信的流量入口为企业提供开发、运营、培训、推广等一体化解决方案。其提供的轻应用(lightapp)WMAPP 能够在微信公众号的广告展现、客户互动、商品营销、会员管理、支付交易、产品分销、客户服务等方面发挥重要作用，帮助缺少 IT 开发硬件条件和技术人员的中小企业利用微信平台做产品推广和营销以及一系列的企业 SaaS 一站式服务，降低中小企业成本，增强业内公司互联互通，最终提高其盈利能力。目前微盟深入挖掘的有电商、餐饮、汽车、房产、婚庆、商超、快消、银行、影楼等数百个行业。

图表3： 解决方案——电商



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

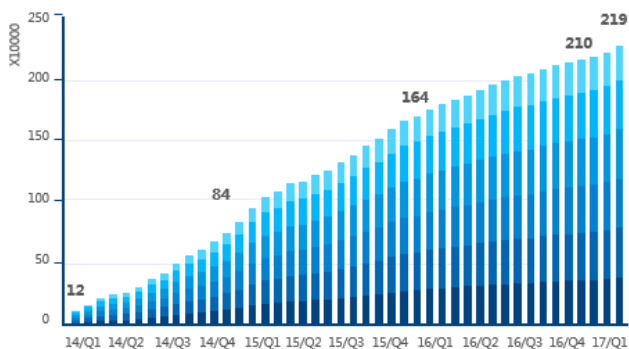
图表4： 解决方案——餐饮



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

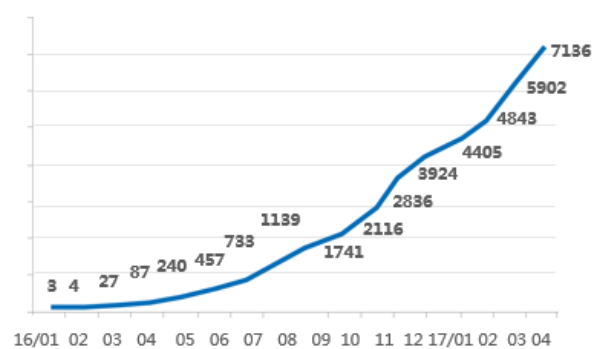
目前微盟提供的云服务已经有了 220 万企业客户，行业排名第一，具备 2000 多个功能模块，且在全球拥有 1500 家以上的代理商，覆盖 C 端客户 7.2 亿。公司通过基础应用免费，高级及定制服务收费的模式经营，收费客户约占 10%，且比例数字在扩大。未来，公司还会尝试通过“客户利润增量分成”的方式来收费。

图表5： 通过微盟开展建站的企业客户数



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

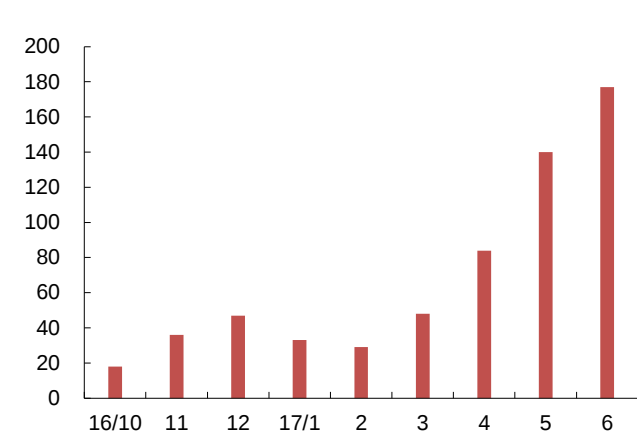
图表6： 通过开展精准营销获客的企业客户数



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

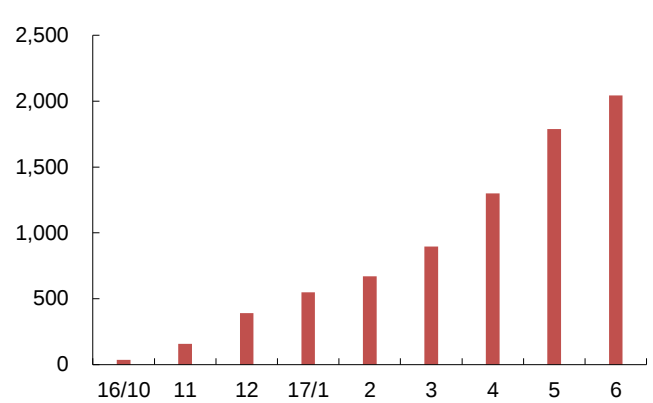
近年来,公司客户规模增长迅速,通过微盟开展建站的企业客户数今年一季度达到接近 220 万,14-16 年复合增长率超过 165%,利用平台开展精准营销获客的企业客户数突破 7000,16 年以来平均月增长率超过 30%。接入企业云服务平台的第三方供应商和功能模块也有显著增加。

图表7: 接入企业云服务平台的第三方供应商数量(单位:厂商个数)



资料来源:天马股份、华泰证券研究所

图表8: 接入企业云服务平台的功能模块(单位:模块个数)



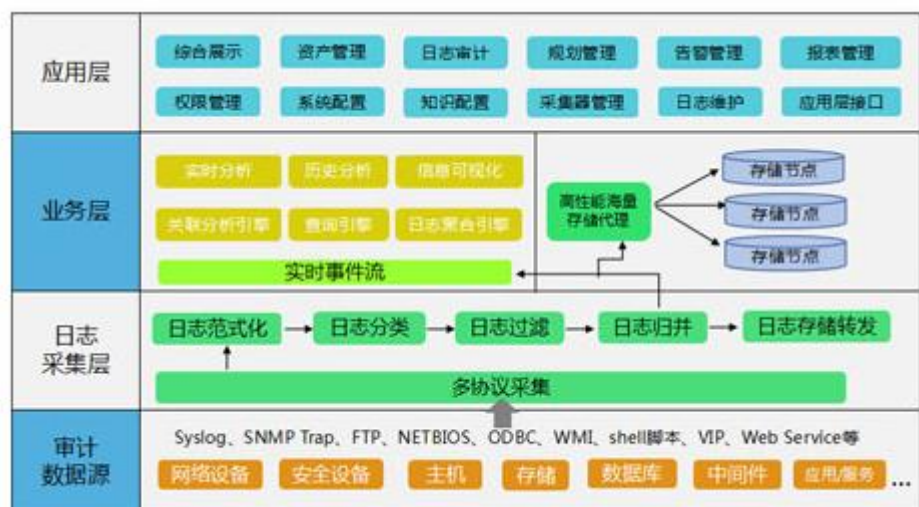
资料来源:天马股份、华泰证券研究所

公司营收处于快速增长阶段,2016 年营收 3.14 亿元,净利润 5137 万元,2017 年 1-4 月,营收已经达到 2.06 亿元,净利润 946 万元。

博易:高速增长的大数据服务商,以成为“大数据专家”为发展方向

本次并购的另一家标的是大数据应用提供商博易。博易智软(北京)技术有限公司成立于 2002 年,是一家大数据应用服务提供商。以成为“大数据专家”为企业发展方向,自成立以来一直致力于为用户提供先进的数据软件产品和全面的数据解决方案。博易智软以“大数据+”为设计理念,开发了适用于多领域的 Super Center 大数据平台系列产品,Tableau 国内合作伙伴同时代理 SAS、Informatica、Oracle 等为客户复杂的业务场景提供全面的数据支持。

图表9: Super Center 大数据平台整体架构



资料来源:天马股份、华泰证券研究所

作为公司主打产品，Super Center 大数据平台为企业提供一站式的大数据解决方案，提供大数据存储、数据挖掘、离线计算、在线计算等核心功能。支持多种数据源，无缝对接企业数据。通过 Super Center 大数据平台的 WEB 应用自助查询平台，能够精细化管理中对数据搜索的需求。并按照“整体规划、分布实施”采取“先平台、后应用”的实施路线，逐步满足业务部门对数据要求的自主性、时效性、灵活性，为银行、保险、证券、政府、医疗、教育、制造等众多行业提供了丰富的数据应用解决方案。

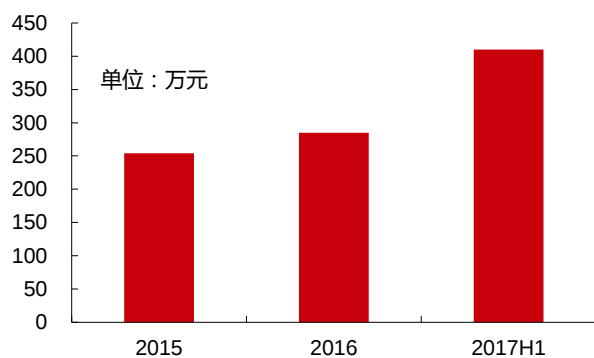
图表10： 公司客户情况



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

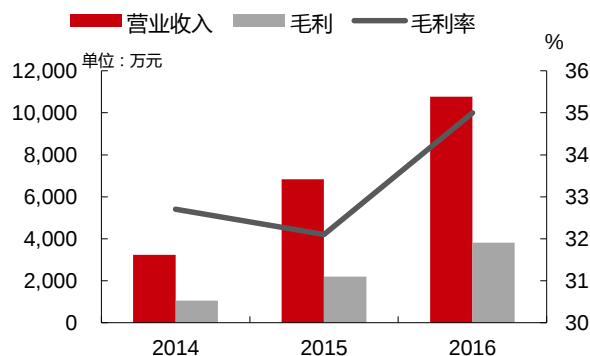
公司的服务逐渐得到了各界认可，近三年订单数逐年递增，2016 年合同数量达到 260 个，数量同比翻番，营收突破亿元大关。且合同单价逐年增长，2017 年 7 月新签署单笔 2.25 亿元合同。整体而言，近三年大数据业务营收和毛利增幅均达 95% 左右，发展势头非常迅猛。

图表11： 合同单价（万元，2017 年 1-6 月）



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

图表12： 公司近三年营收和毛利情况



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

公司的奋斗目标是成为中国的 Salesforce + Palantir

公司致力于成为领先的智能商业服务提供商，并希望未来在企业云服务和大数据应用领域奋斗成为像 Salesforce 和 Palantir 一样的独角兽企业。

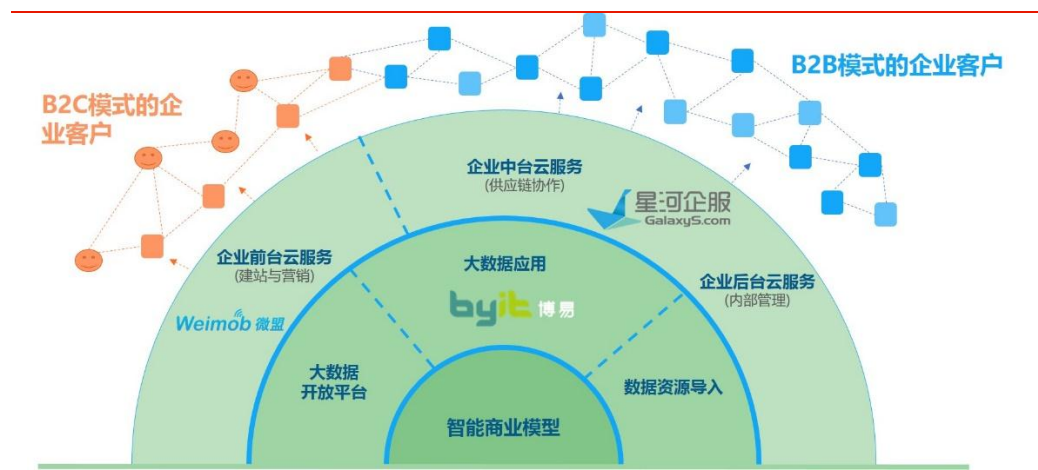
Salesforce 是创建于 1999 年 3 月的一家客户关系管理(CRM)软件服务提供商，总部设于美国旧金山，可提供按需应用的客户关系管理平台。赛富时允许客户与独立软件供应商定制并整合其产品，同时建立他们各自所需的应用软件。对于用户而言，则可以避免购买硬件、开发软件等前期投资以及复杂的后台管理问题。

Salesforce 在企业云服务领域全球第一，2016 世界 500 强排名 386 位，其客户累计超过 25 万家，包含大量全球 500 强企业客户，2016 年营收 84 亿美元，当前市值 638 亿美元，是业内公认的超级独角兽。

Palantir 是一家成立于 2003 年的大数据公司，这家处事低调长期不被外界所知的公司也是大数据领域首屈一指的独角兽，公司主要服务于美国 FBI、CIA、美国国土安全部、美国国家安全局、美国证监会等政府机构，背靠这些部门进行涉及国土安全、协助反恐等方面的大数据应用，营收 10 亿美元，估值超过 200 亿美元。

相比美国，我国国内企业云服务和大数据应用的发展大约晚十年左右，且发展较为分散，至今还没有出现市值或估值超过 20 亿美元的大公司。公司的奋斗目标就是要成为 Salesforce 和 Palantir 一样的领域内独角兽公司。

图表13： 公司未来的智能商业版图



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

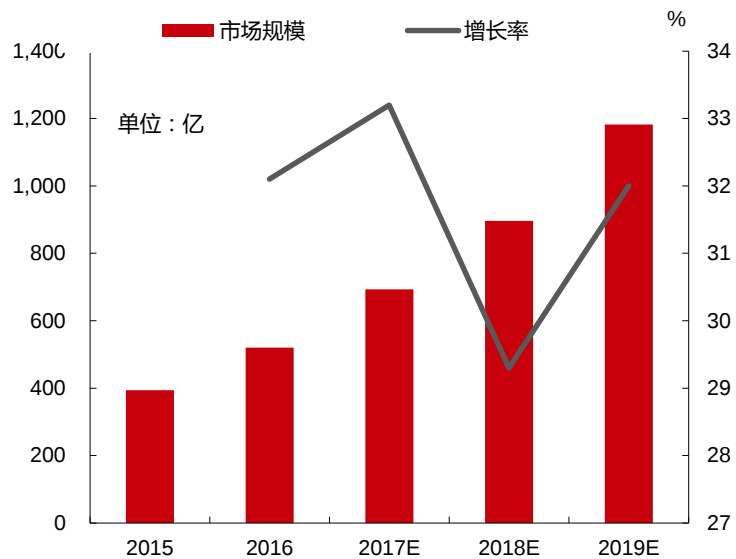
天马股份的企业云服务平台分为前台（建站与营销）、中台（供应链协作）和后台（企业内部管理）；大数据服务平台则主要包括大数据开放平台、大数据应用和数据资源导入；智能商业服务平台汇聚了大量的智能商业模型。本次收购微盟科技和博易股份，主要是为了加强天马股份的企业前台云服务以及大数据应用板块，进一步完善其智能商业的版图，将主营业务逐步调整到以企业云服务、大数据应用和智能商业服务为主体的发展路径上。

企业 SaaS 市场潜力大，大数据应用发展前景光明

SaaS：企业管理和运营的优选方案，市场容量大

企业 SaaS 是企业管理和运营的优选方案。随着中国人口红利的逐渐消失，劳动力成本的不断提高，企业普遍存在降低成本，并且提高企业管理、供应链、营销效率的需求。传统 IT 解决方案中，企业 IT 支出主要由三部分组成：机房的硬件成本，IT 系统的采购成本以及实施、维护等后续管理成本，随着系统功能的增多，管理成本（包括系统后续升级费用以及企业 IT 人员开支）逐渐成为企业 IT 支出中占比最多的部分。SaaS 应用通过基于云的统一部署、升级以及维护，企业仅需支付每年的订阅费用，节省了大量的硬件成本以及后续管理成本，将成为企业 IT 支出未来必将采用的解决方案。经过十多年的发展，企业软件云服务行业正处在高速发展期，据艾瑞咨询的预测，到 2019 年市场容量将超过 1000 亿元，并以较高的速度在持续增长。

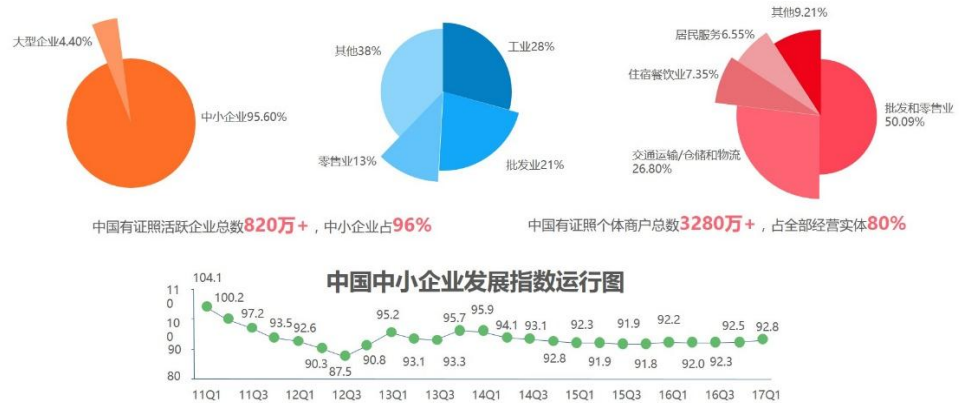
图表14： 中国企业云服务市场规模及增长率预测



资料来源：艾瑞咨询、华泰证券研究所

我国中小企业数量庞大。我国目前有中小企业 4000 万家，占企业总数的 99%，贡献了中国 60% 的 GDP、50% 的税收和 80% 的城镇就业。中小企业在推动民营经济发展，吸纳就业方面扮演重要角色，近年来国家也在不断出台帮助中小企业发展的利好政策，但是我国很多中小企业的发展仍然存在管理不规范，运营效率较低，信息相对闭塞，自动化程度不高等问题。从中小企业发展指数运行图来看，虽然互联网经济快速增长，但中国中小企业发展指数仍然呈 L 型趋势，消费互联网的进步并未解决企业发展的痛点问题。“互联网+”浪潮方兴未艾，但如果仅凭自己的力量搭建平台来实现企业管理和营销的互联网化，那么会产生机房、IT 系统采购与维护、IT 人员薪酬等多项成本，对于中小企业来说是不现实的。这时候，服务中小企业的产业互联平台和一站式 SaaS 就成了广大中小企业的最优选择。

图表15： 我国中小企业状况



资料来源：中国中小企业协会、华泰证券研究所

我国互联网产业发展不均，产业互联网发展的上升空间大。根据国家统计局和中国互联网络信息中心的数据，我国在消费互联网领域同美国相比，差距已经不大，尤其是网络零售规模方面，甚至两倍于美国，在零售业整体规模中的占比也以 14.9% 超出美国近 5 个百分点。但是我国面向企业服务的产业互联网发展还相当滞后，云服务渗透率和中小企业互联网使用率均只有 20% 左右，不到美国的三分之一。广大中小企业信息化程度仅约 10%。随着互联网的进一步普及，企业信息化与网络化程度的不断加深，预计未来企业对 SaaS 服务的需求将不断扩大，SaaS 服务长尾市场的潜在发展空间大。

图表16： 中美消费互联网和产业互联网现状对比

消费互联网

产业互联网

	中国 	美国 
互联网普及率	53.2%	87.4%
网络零售规模	7890亿美元	3500亿美元
占零售业百分比	14.9%	10%
智能手机普及率	58%	72%
云服务渗透率	21%	55-63%
中小企业运营中互联网使用	20-25%	72-85%

资料来源：国家统计局、中国互联网络信息中心、华泰证券研究所

在互联网上市公司中，中国产业互联网公司与消费互联网公司市值比为 1:9，而美国公司的市值比为 6:4，中国 SAAS 企业仍处于成长初期，至今还没有市值超 20 亿美元的大型公司。目前在企业 SaaS 行业，SaaS 服务主要分为通用型和垂直型两大类，通用型 SaaS 不区分客户所在行业并为其提供通用服务，根据服务或者功能不同又有 CRM, ERP, OA, HRM 等细分。

图表17: SaaS 服务分类和代表企业



资料来源: 36kr 研究院、华泰证券研究所

客户关系管理 (Customer Relationship Management, CRM) 是指利用信息技术优化企业与顾客在销售、营销等服务上的交互, 增强客户服务并与客户建立起长期、稳定、相互信任的密切关系。目前国外提供 CRM 服务的公司主要有 Salesforce、NetSuite、Zendesk 等。其中 Salesforce 的市值与收入均为 CRM 公司中最大的, 它也是目前最具代表性的 CRM 公司。2016 年 Salesforce 收入 83.92 亿美元, 其中服务订购费用为 77.56 亿美元, 占总体收入的 92.4%。与上年相比, Salesforce 2016 年的收入年增长率为 25.9%。2016 年 Salesforce 的服务订购费主要来自 Sales Cloud 的收入, 占比逾四成; 其次是 Service Cloud, 占比近三成。余下的近三成收入来自 App Cloud、Marketing Cloud 以及其他服务。国内经营相似业务的有已挂牌新三板的和创科技, 和创科技体量虽小, 但增速较快。2016 年和创科技的年收入为 1.12 亿元, 同比增长 63.2%。其中主营业务收入为 1.12 亿元, 占总收入的 99.97%。2016 年和创科技的 1.12 亿主营业务收入中, 服务费收入占绝大部分, 百分比为 99.7%; 终端收入占比 0.3%。

企业资源计划 (Enterprise Resource Planning, ERP) 是指为企业决策层及员工提供决策运行手段的供应链管理平台, 对产品、资金和数据进行一体化管理。目前国外提供 ERP 服务的公司主要有 Intuit、Workday、NetSuite、Sage 等。Intuit 的市值与收入均为 ERP 公司之最。2016 年 Intuit 收入 46.9 亿美元, Workday 收入 15.7 亿美元。国内有已在 A 股上市的用友网络和久其软件提供 ERP 服务, 市值均超过百亿元人民币。近五年来用友网络的年收入基本稳定, 其中 2016 年用友网络的年收入为 51.1 亿元, 同比增长 14.9%。久其软件 2016 年 13.2 亿元, 同比增 84.3%。

协同 OA 是协同办公和办公自动化的统称。协同办公是指利用互联网、计算机等技术为团队沟通、文件共享等, 办公自动化 (Office Automation, OA) 则是将现代化办公和计算机网络功能结合实现数字化办公。协同 OA 服务通常包括邮件往来、文件共享、业务讨论、日程安排、资源预约、任务管理等功能。目前国外提供协同 OA 服务的公司主要有 Autodesk、Box、LogMeIn 及 Ring Central 等, 其中 Autodesk 的市值与收入均为提供协同 OA 服务的公司中最大的, 2016 年营收 20.3 亿美元, 旗下产品 Buzzsaw 为用户提供基于云的文档简化与集中管理, 是其主要的 SaaS 服务。国内方面协同 OA 的龙头当属阿里钉钉公司, 钉钉是免费沟通和协同的多段平台, 提供视频电话会议、企业任务审批, 通讯录等功能, 钉钉宣布 2016 年已经有 300 万家企业组织成为其用户, 比 2015 年增幅高达 200%。

人力资源管理 (Human Resource Management, HRM) 是指利用信息技术提高内部员工的满意度、忠诚度, 从而提高员工绩效, 帮助企业降低组织管理成本。目前国外提供 HRM 服务的公司主要有 LinkedIn、Workday、ServiceNow 等, 其中 LinkedIn 的市值与收入均为提供 HRM 服务的公司中最大的, 其市值近 200 亿美元, 2015 年的收入则接近 30 亿美元。国内目前在新三板挂牌的 HRM 公司有北森。2016 年北森的年收入为 1.82 亿元, 同比增长 29.2%, 其中软件产品占了近三分之二; 此外, 应用服务收入占两成, 剩下的 15% 为咨询服务和培训服务收入。

SaaS 服务中的市场营销, 是指利用云计算用较低的成本与较高的运营效率帮助企业扩大

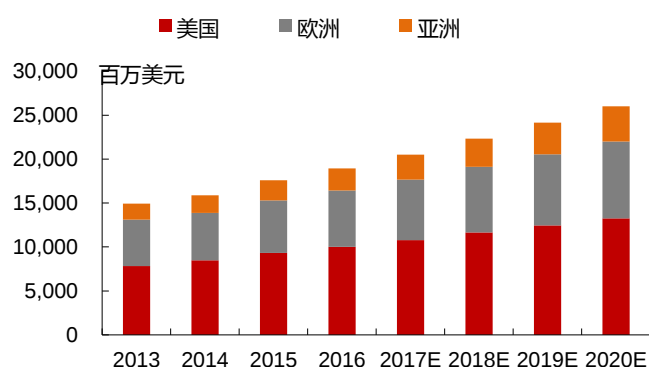
销售,建立品牌形象。目前国外提供市场营销 SaaS 服务的公司主要有 Hubspot、Marketo、Bazaarvoice 等。其中 Hubspot 是提供市场营销 SaaS 服务的公司中市值最大的,2016 年收入为 2.7 亿美元,当前的市值是 27 亿美元。

垂直型 SaaS 服务提供商主打的是某个细分行业内的深入服务,它们一般为特定行业提供 SaaS 服务,目前多为某一垂直领域中的传统软件商或行业解决方案服务商并行提供的 SaaS 服务,如医疗、保险、金融、电商等。行业垂直型 SaaS 服务提供商通常对该领域的行业发展有着较为准确的把握,对企业需求有着较为深入的理解,基于云为垂直行业提供一站式行业解决方案,帮助该领域内的企业降低运营成本,提高运营效率。

产业大数据服务:比肩消费大数据的宝库,国家政策强力支持

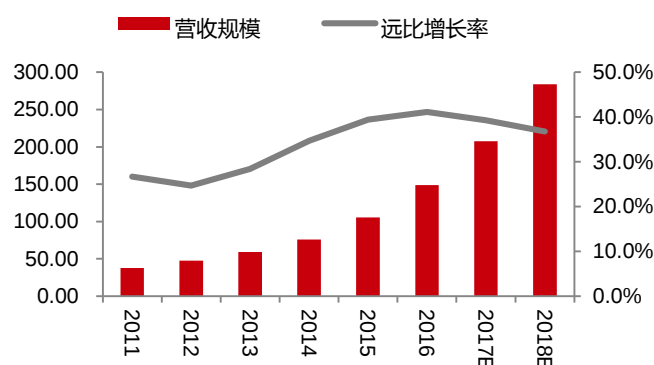
大数据既包括消费大数据,也包括产业大数据,前者已经成为包括 BAT 在内各大服务商竞争的主战场,而产业大数据也是一座宝库,通过 SaaS 等产业互联网平台,服务商可以天然获得大数据来源。伴随产业互联网的发展,流动的大数据将作为载体,借助先进的算法,不断推动传统产业的价值提升和产业升级,帮助实体经济创造更多的增量价值。

图表18: 全球大数据市场预测 (单位:百万美元)



资料来源: Gartner、华泰证券研究所

图表19: 国内大数据市场预测 (单位:亿元人民币)



资料来源: Gartner、华泰证券研究所

政策方面,2015年9月,国务院印发《促进大数据发展行动纲要》,2017年初,工信部印发《大数据产业发展规划(2016—2020年)》等配套文件,目标到2020年实现大数据相关产品和服务业务收入突破1万亿元,年均复合增长率保持30%左右。今后几年,大数据将深化在能源、交通、医疗、教育、农业、制造以及金融等领域的应用实践,优化传统产业,加快转型升级。

目前在大数据领域占据领先地位的主要是IT业内知名大公司,国外有微软,亚马逊,IBM等,国内则以华为,阿里,腾讯,科大讯飞等为代表。

公司传统业务增长稳定，资产质地优良变现保值能力强

历史沿革

天马轴承集团股份有限公司创建于 2002 年 11 月，总部位于浙江省杭州市。公司传统上专门从事各类轴承的研发、生产和销售。产品被广泛应用于铁路、航空、船舶、汽车、机床、机械等众多领域。公司主营各类轴承的研发、生产和销售。经过多年的技术积累，公司形成了以国家认定技术中心为龙头的技术研究发展体系。

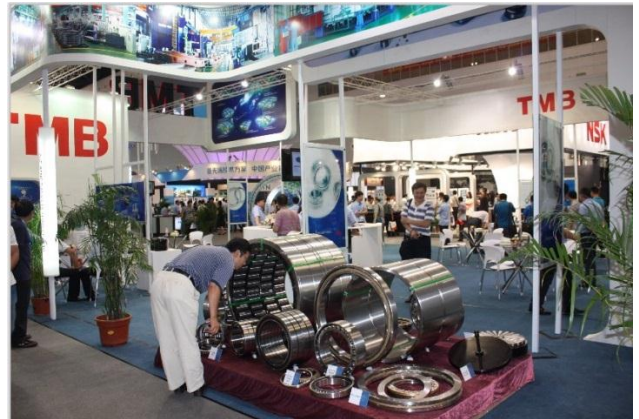
公司主营各类轴承的研发、生产和销售，发展畜牧业为公司副业。经过多年的技术积累，公司形成了以国家认定技术中心为龙头的技术研究发展体系。

图表20： 公司主要产品



资料来源：天马股份、华泰证券研究所

图表21： 公司参加国际轴承展

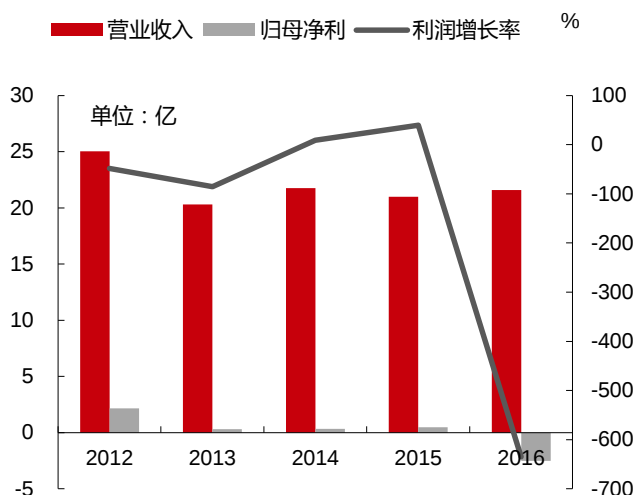


资料来源：天马股份、华泰证券研究所

传统业务增长稳定，去年巨额亏损系坏账计提和土地减值

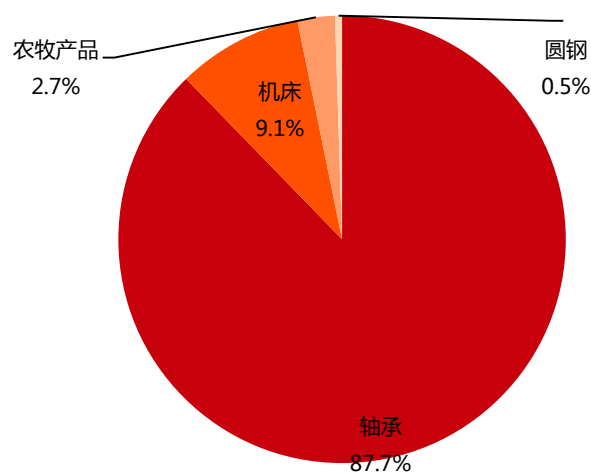
公司主要产品涉及铁路轴承、圆柱滚子轴承、深沟球轴承等十大类型，共 4000 余个品种，产品被广泛应用于铁路、航空、船舶、汽车、机床、机械等众多领域。公司通用轴承产品的市场需求主要分为两大类，一是各类主机配套需求，二是各种机械设备的维修需求。对于各类主机配套需求，由各公司直接销售给电机、机床、变速箱、轿车、货车、农用车、农用机械、冶金机械、港口机械、工程机械、风力发电设备、轧钢机械、矿山机械等大型主机生产商；对于维修市场需求和一些小型客户，则由各地的销售分、子公司满足。

图表22： 公司近 5 年营业收入、净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

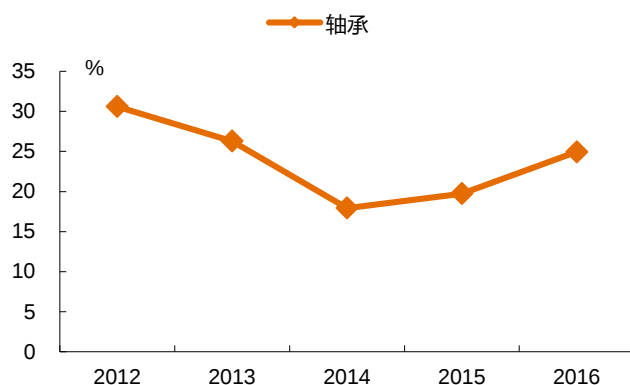
图表23： 2016 年公司主营业务收入构成（按产品）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

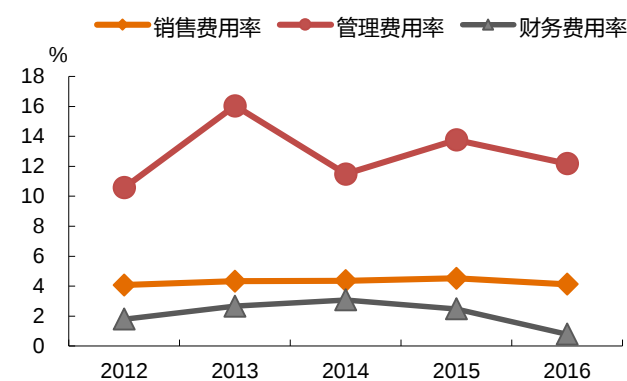
在轴承行业方面，目前国际轴承主要生产国家和地区为中国、德国、瑞典、日本。我国轴承行业已形成较大的经济规模，目前约占全球轴承行业市场总额的 10%，但与世界轴承工业强国相比，我国轴承业高精度、高技术含量和高附加值产品比例偏低、产品稳定性有待进一步提高。轴承属于机械基础件，轴承工业是技术密集型、资本密集型和劳动密集型相互兼容的产业。由于运用广泛，使用要求不一，大量小型企业的进入使得中国轴承行业集中度低，并直接导致了我国轴承市场的激烈竞争；同时，世界八大轴承公司都已在中国设厂并获得国内销售渠道，使得中国轴承市场竞争更加激烈，各大厂商将进一步巩固和扩大其市场份额，行业集中度将有所提高。

图表24： 公司主要产品毛利率情况（12-16 年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表25： 公司历年费用率情况（12-16 年）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

受劳动力成本的上涨，以及行业宏观景气度不高等因素影响，公司近五年来营收和净利润增长乏力。公司 2016 年净利润经修正后为-2.52 亿元，同比下降 634.72%，公司在修正前表示，归属上市公司股东净利润为 1480 万元。对于造成差异的原因，天马股份表示，主要是由于子公司齐重数控与齐齐哈尔市土地矿业权储备交易中心三块土地交易未按约定如期履行，导致坏账计提和资产减值计提所致。除去 2016 年，2013 年~2015 年，公司归母净利润分别为 3100 万元、3400 万元和 4700 万元，主业增长处于比较稳定的状态。

公司传统轴承业务资产质地优良，未来如剥离变现保值增值能力强

公司 2017 年一季报资产总值在 45 亿元左右，主要分布在下属的传统业务子公司齐重数控装备股份有限公司、成都天马铁路轴承有限公司、浙江天马轴承有限公司以及位于澳洲的 TBG AGRI HOLDINGS PTY LTD，其中齐重数控净资产 11.9 亿元，成都天马在今年剥离了天马精密以后净资产约为 14.3 亿元，浙江天马净资产 7.3 亿元，这三家子公司的净资产主要为原有工厂厂房和土地；TBG AGRI HOLDINGS PTY LTD 所拥有的资产主要是其所拥有的澳洲牧场。除齐重数控与齐齐哈尔市土地矿业权储备交易中心三块土地交易未按约定如期履行存在不确定性以外，其他资产均具备较好的变现及保值增值能力。

盈利预测与投资建议

关键假设

传统轴承业务 2017 年~2019 年净利润维持平稳。公司 2016 年由于子公司齐重数控与齐齐哈尔市土地矿业权储备交易中心三块土地交易未按约定如期履行，坏账计提和资产减值计提导致净利润大幅下滑，除去 2016 年特殊情况，参照 2013 年~2015 年，公司归母净利润分别为 3100 万元、3400 万元和 4700 万元，预计 2017 年~2019 年公司主业归母净利润分别为 4000 万元。

公司 2017 年一季报净资产在 45 亿左右，且为保值增值性较好的土地、厂房、牧场等固定资产，按照 1 倍 PB 进行估值。如果进行资产剥离，公司土地厂房牧场等优质资产存在进一步增值的可能。

企业云服务营收快速增长，维持较高毛利率。据艾瑞咨询的预测，企业云服务行业目前正值高速发展期，未来三年行业复合增长率达 30%。依托腾讯公众号平台，根据 IDC 统计结果，2016 年公司企业云服务平台入住企业数、付费企业数、功能模块数、代理商数、连接个人客户数均是行业第一，目前已有超过 220 万家入驻企业，连接 2000 多个功能模块，连接个人用户达 7.2 亿。平台分为企业前台、中台和后台云服务，其中前台建站和营销是目前主要的收入来源，建站企业客户数过去三年年复合增长率达 165%，精准营销客户数自 2016 年 1 月以来月复合增长率 30%，未来继续维持高速增长。客户合同单价不断提升，2016 年平均客单价 285 万元，预计 2017 年达到 410 万元。综合来看，**企业云服务业务 2016 年收入 3.14 亿元，2016 年 4 个季度，营收复合增长率达 30%，毛利率分别为 74%、87%、88%、88%，毛利率持续上升且维持在较高水平。**随着规模效应的进一步显现，预计 2017~2019 年营收高速增长，达 6.28 亿元、11.30 亿元、18.09 亿元，毛利率维持在 85% 的水平，净利润超越业绩承诺（业绩承诺 2017~2019 年分别为 1.2 亿元、1.6 亿元、2.2 亿元），分别为 1.5 亿元、2.46 亿元、3.54 亿元。相比于其他公司，公司有几大优势：第一、企业云服务目前处于起步阶段，目前公司注册用户 220 万家，相比于全国 4500 万家小微企业，成长空间广阔；第二，公司依托微信公众号以及星河集团的客户，客户资源的转化率具有先天优势；第三，市场上同类公司的产品是面向单一垂直行业，而公司产品面向开放的平台，依靠自我研发和第三方合作的方式为企业提供运营过程中需要的软件服务，增值服务更广。

大数据业务营收规模和利润水平不断提升。Gartner 分析表明，全球 85% 的财富 500 强企业将通过运用大数据获取竞争优势；到 2016 年，30% 的业务直接或间接来自于数据变现或信息产品创新。公司大数据应用服务 2016 年合同数量增长 87%，营业收入增长 59%。预计 2017~2019 年大数据业务营收分别达到 2.14 亿元、3.85 亿元、6.16 亿元，毛利率维持在 2016 年 35% 的水平，净利润超越业绩承诺（业绩承诺 2017~2019 年分别为 4000 万元、5200 万元和 6800 万元），分别为 0.47 亿元、0.82 亿元、1.18 亿元。我们预计大数据业务高速增长：第一，大数据应用从大型企业开始，正在成为中小企业的标配，中国大数据市场的增长率超过 30%；第二，依托于星河集团 500 万的用户资源，以及企业云服务客户的大数据需求，大数据应用未来增长空间广阔。

图表26： 企业云服务和大数据业务营收预测（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
微盟						
营业收入			3.14	6.28	11.30	18.09
（企业云服务）YOY				100%	80%	60%
毛利率			85%	85%	85%	85%
博易						
营业收入 0.32		0.68	1.08	2.14	3.85	6.16
（大数据应用）YOY		100%	59%	98%	80%	60%
毛利率 33%		32.5%	35%	35%	35%	35%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

本次资产注入按交割预案，九月底前完成资产交割。目前交易各方已签署协议，交割方案中规定协议签订后 10 个工作日内完成申请文件准备，满足先决条件后 60 个工作日内完成资产过户和工商税务变更，预计本次资产注入九月底前完成资产交割，2017 年四季度开始并表（企业云服务业务属性和收入模式，四季度收入占全年四分之三）。

综上所述，预计公司 2017~2019 年归母净利润为 1.3 亿元、2.35 亿元、3.20 亿元。

图表27： 公司 2017~2019 年归母净利润分析（单位：亿元）

业务范围	2017E 归母净利润	2018E 归母净利润	2019E 归母净利润
主营业务	0.4	0.4	0.4
微盟（60.4%股权）	0.7	1.5	2.14
博易（56.3%股权）	0.2	0.45	0.66
合计	1.3	2.35	3.20

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资建议

预计公司 2017~2019 年净利润为 1.30 亿元、2.35 亿元、3.20 亿元，PE 为 98 倍、54 倍和 40 倍。公司轴承主业按照 1 倍 PB 进行估值给予 45 亿市值，新业务对应 82 亿市值，新业务 PE 分别为 91 倍、42 倍和 29 倍。公司完成收购后将成为 A 股第一家综合性的企业 SAAS 服务公司，且国内市占率第一，未来受益产业发展及平台优势成长空间广阔，具备高度稀缺性及成长性。目前 A 股可对标企业财税服务公司金财互联和神州易桥，ERP 企业云服务厂商用友网络以及 OA 云服务公司浪潮软件，而公司企业服务业务包含了企业销售管理、人力资源管理、垂直行业管理等等，相比于上述公司，业务范围更广，未来成长更强劲。同时预计 2017 年下半年至 2019 年，公司在企业云服务和大数据应用领域有进一步并购整合优质标的的计划（公司公布的 2017~2019 年股权激励计划考核目标归母净利润 1.3 亿元、5 亿元和 8 亿元，超越我们盈利预测），有望增厚上市公司利润，可以给予一定估值溢价。相比于同类公司 48 倍的平均估值，给予公司新业务 2018 年 PE 50~55 倍，按照 1.95 亿利润计算约 97.5~107.3 亿元，叠加主业 45 亿市值，目标市值 142.5~152.3 亿元，目标价 11.99 元~12.82 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表28： 部分可比计算机软件公司估值（以 2017 年 7 月 24 日收盘价为基准）

证券代码	证券简称	2017E	PE 2018E
002350.SZ	金财互联	66	48
000606.SZ	神州易桥	51	40
600588.SH	用友网络	66	47
600756.SH	浪潮软件	76	58

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

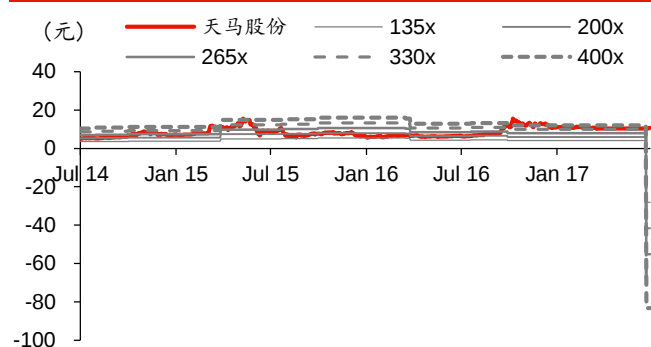
收购进度不达预期。目前交易各方已签署协议，交割方案中规定协议签订后 10 个工作日内完成申请文件准备，满足先决条件后 60 个工作日内完成资产过户和工商税务变更，但其中牵扯博易股份摘牌，天马、微盟和博易分别股东会通过等事宜，具有一定不确定性。预计两个月内完成，四季度并表，如果届时不能完成交割，对上市公司 2017 年业绩将会产生一定影响；

企业云服务行业发展不达预期；

大数据服务应用不达预期。

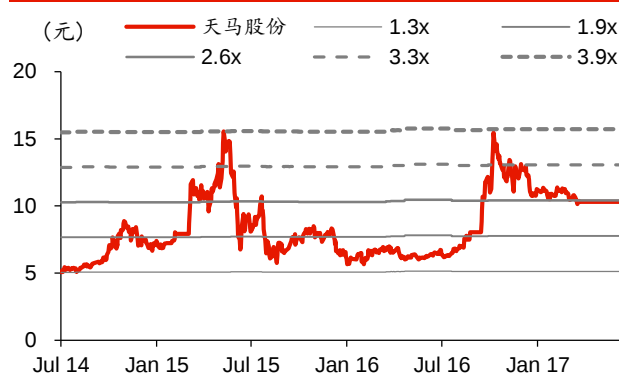
PE/PB – Bands

图表29： 天马股份历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表30： 天马股份历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,467	3,742	6,551	7,857	9,400
现金	258.20	399.88	2,645	2,645	2,645
应收账款	963.49	1,014	1,129	1,611	2,080
其他应收账款	1,064	497.02	625.06	891.28	1,147
预付账款	15.59	22.85	25.39	32.07	42.39
存货	1,789	1,549	1,721	2,174	2,874
其他流动资产	377.19	258.89	405.95	504.28	611.19
非流动资产	3,088	2,907	2,697	2,446	2,203
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	2,296	2,190	2,010	1,792	1,554
无形资产	438.17	436.72	444.77	456.23	462.44
其他非流动资产	353.56	279.84	242.36	197.56	186.09
资产总计	7,555	6,648	9,248	10,302	11,602
流动负债	1,866	1,511	3,850	4,553	5,346
短期借款	723.00	418.00	2,637	3,021	3,401
应付账款	603.90	537.68	608.60	771.78	1,015
其他流动负债	539.60	555.54	604.31	759.71	930.72
非流动负债	698.40	457.95	509.12	491.82	486.29
长期借款	190.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	508.40	457.95	509.12	491.82	486.29
负债合计	2,565	1,969	4,359	5,045	5,833
少数股东权益	239.50	217.14	297.08	430.33	622.08
股本	1,188	1,188	1,188	1,188	1,188
资本公积	1,029	1,029	1,029	1,029	1,029
留存公积	2,546	2,234	2,375	2,611	2,931
归属母公司股	4,751	4,462	4,592	4,828	5,148
负债和股东权益	7,555	6,648	9,248	10,302	11,602

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	211.71	895.16	42.27	(393.27)	(375.87)
净利润	53.37	(257.52)	210.14	368.51	512.03
折旧摊销	268.09	288.18	256.82	262.44	265.24
财务费用	51.72	16.81	(18.00)	(18.00)	(18.00)
投资损失	(0.92)	(2.78)	(2.78)	(2.78)	(2.78)
营运资金变动	(100.30)	433.85	(620.46)	(1,103)	(1,253)
其他经营现金	(60.25)	416.62	216.55	99.90	120.91
投资活动现金	(216.51)	(144.70)	(41.09)	(8.90)	(20.26)
资本支出	372.59	159.72	24.40	(10.84)	5.42
长期投资	55.44	(9.50)	0.34	(0.17)	0.08
其他投资现金	211.52	5.52	(16.35)	(19.91)	(14.75)
筹资活动现金	(2.23)	(615.00)	2,244	402.17	396.13
短期借款	18.97	(305.00)	2,219	384.24	379.19
长期借款	41.50	(190.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.10	0.33	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(62.81)	(120.33)	24.60	17.93	16.94
现金净增加额	(3.76)	165.82	2,245	0.00	0.00

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,099	2,158	2,714	3,870	4,982
营业成本	1,718	1,653	1,836	2,320	3,066
营业税金及附加	14.58	25.26	32.84	52.54	78.81
营业费用	94.57	88.62	106.34	138.24	179.71
管理费用	289.08	263.25	315.90	379.08	492.80
财务费用	51.72	16.81	(18.00)	(18.00)	(18.00)
资产减值损失	170.04	309.32	80.00	110.00	100.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.92	2.78	2.78	2.78	2.78
营业利润	(238.32)	(195.37)	363.51	891.43	1,085
营业外收入	337.16	94.72	337.16	337.16	337.16
营业外支出	15.63	110.11	0.20	0.20	0.20
利润总额	83.20	(210.75)	700.47	1,228	1,422
所得税	29.83	46.77	490.33	859.87	910.28
净利润	53.37	(257.52)	210.14	368.51	512.03
少数股东损益	6.22	(5.36)	79.94	133.25	191.75
归属母公司净利润	47.16	(252.16)	130.20	235.26	320.28
EBITDA	81.48	109.63	602.33	1,136	1,333
EPS (元)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(3.54)	2.84	25.76	42.59	28.73
营业利润	(221.05)	(181.98)	86.07	145.23	21.76
归属母公司净利润	39.55	(634.72)	(48.37)	80.69	36.14
获利能力 (%)					
毛利率	18.14	23.40	32.34	40.06	38.45
净利率	2.25	(11.68)	4.80	6.08	6.43
ROE	0.99	(5.65)	2.84	4.87	6.22
ROIC	(3.10)	(3.53)	6.55	14.50	15.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.95	29.62	47.13	48.97	50.27
净负债比率 (%)	36.32	21.23	60.64	60.01	58.39
流动比率	2.39	2.48	1.70	1.73	1.76
速动比率	1.40	1.37	1.22	1.21	1.18
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.30	0.34	0.40	0.45
应收账款周转率	1.64	1.86	2.34	2.47	2.37
应付账款周转率	2.93	2.90	3.20	3.36	3.43
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.04	(0.21)	0.11	0.20	0.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.75	0.04	(0.33)	(0.32)
每股净资产(最新摊薄)	4.00	3.76	3.87	4.06	4.33
估值比率					
PE (倍)	269.30	(50.36)	97.54	53.98	39.65
PB (倍)	2.67	2.85	2.77	2.63	2.47
EV_EBITDA (倍)	158.67	117.94	21.47	11.38	9.70

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%-5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com