

公司研究/首次覆盖

2017年03月01日

计算机软硬件/计算机应用 II

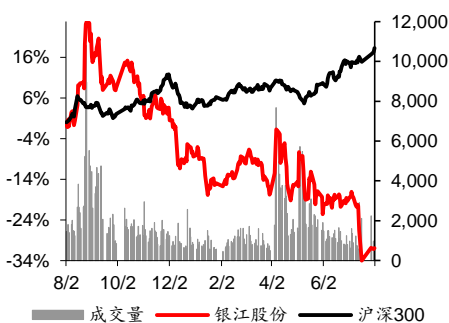
投资评级：增持（首次评级）

当前价格(元): 11.85
合理价格区间(元): 12.8~14.0

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

吴日晖 021-28972095
联系人 wurihui@htsc.com

股价走势图



资料来源: Wind

国内领先智慧城市及智能交通企业

银江股份(300020)

国内领先的智慧城市及智能交通解决方案提供商

银江股份是业内率先践行“智慧城市+”的企业之一，在智慧交通、智慧医疗、智慧建筑等多个领域处于行业领先地位。公司股权结构较为清晰，第一大股东银江科技集团持有 24.34% 股份。公司研发实力出众，市场营销网络基本覆盖全国范围，公司业绩在 2015 年前快速增长，后因政府财政压力加大，公司转型投入加大等原因，业绩迎来低谷期。公司近两年积极开展 PPP 模式建设，改善与政府项目的确认方式，从而有望对公司业绩形成良好的支撑，有望重回快速发展轨道。

智慧城市等项目在手订单充足，借助资本力量打造智慧城市产业平台

公司通过总包模式展开合作，从而在顶层规划设计抢先布局，并通过大项目实现落地。公司已与六十多个地区签订总包协议，并在章丘、莱西等近 20 个城市落地，为主业发展打下了坚实基础。公司在加快内生发展同时积极利用资本优势构建智慧城市产业平台，通过加强各细分领域投资整合进一步提升智慧城市综合建设、运营能力。公司以智慧城市为数据运营和城市资源为入口，结合产业平台内的企业技术产品，不断打造公司新的业务增长点。同时产业基金也为公司外延式整体收购提供大量优质项目资源。

出售亚太安迅排除业绩不确定性，大股东增持彰显发展信心

银江股份 2014 年作价 6 亿元收购亚太安迅，以丰富智能交通业务种类，延伸服务领域，打造全产业链服务提供商。但由于行业竞争加剧，亚太安迅全国市场开拓受阻，业务发展未达预期，拖累银江过往业绩。公司于 2017 年作价 2.7 亿元将其转让，彻底剥离该业务，排除业绩的不确定性因素。公司也在 7 月 27 日公告大股东银江科技集团自公告日起 6 个月内以自有资金增持公司股份，总额不低于 2 亿元，彰显了看好长期投资价值的信心。

以人工智能为核心，携手阿里云打造杭州交通小脑

杭州目前正在阿里等企业帮助下打造以人工智能技术为核心，可以实现随时随地对整个城市进行分析的城市大脑，银江与阿里云一同建设城市交通小脑，承担交通信号优化控制任务。目前城市数据大脑已在杭州、苏州等市签约落地，同时基于人工智能技术研发的相关智慧交通产品也将与城市数据大脑一同走向全国其他城市。公司有望凭借先发优势与雄厚积累，将交通小脑向全国快速推广，推动产业变革，也为公司带来新的利润增长点。

首次覆盖，给予增持评级

预计 2017 年-2019 年净利润分别为 2 亿元、2.65 亿元、3.54 亿元，对应 PE 为 39 倍、29 倍和 22 倍。看好公司在智慧城市 PPP 领域积极探索与圈地，公司在剥离亚太安迅后有望凭借充足在手订单快速成长，交通小脑等新业务也有望其他区域推广，带来业绩与估值共同提升。可比公司 2018 年平均估值为 24 倍，考虑到公司居行业领先地位，今年业绩有望迎来拐点，并且以人工智能为核心的交通小脑业务带来的估值提升，给予 2018 年 32 倍-35 倍目标估值，目标价为 12.8 元-14 元。首次覆盖，给予增持评级。

风险提示：PPP 模式推进进度不如预期；新业务进展不如预期；政府项目回款进度不达预期；外延投资整合效果不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	655.79
流通 A 股 (百万股)	618.25
52 周内股价区间 (元)	11.33-21.50
总市值 (百万元)	7,771
总资产 (百万元)	5,398
每股净资产 (元)	4.58

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)	1,935	1,655	2,203	2,885	3,671
+/-%	(16.56)	(14.45)	33.06	30.99	27.25
归属母公司净利润 (百万元)	111.21	153.38	199.88	265.31	354.05
+/-%	(36.56)	37.92	30.32	32.74	33.45
EPS (元, 最新摊薄)	0.17	0.23	0.30	0.40	0.54
PE (倍)	69.81	50.67	38.88	29.29	21.95

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

智慧城市及智能交通领先企业.....	4
国内领先的智慧城市及智能交通解决方案提供商.....	4
股权结构清晰，第一大股东持股占比 24.34%.....	5
业绩低谷期逐步度过.....	5
研发实力出众，市场营销网络基本覆盖全国范围.....	6
智慧城市订单充足，数据运营有望突破.....	8
在手订单充足，PPP 模式助力解决资金难题.....	8
把握行业发展趋势，创新人工智能等技术应用与之相结合，.....	9
关注人工智能技术，将其应用与智慧城市建设相结合.....	10
携手华为，推进物联网领域合作.....	11
与政府深入合作，积极探索数据运营新模式.....	11
成立国内首个司法行政大数据实验室，在司法行政领域实现“用数据说话、决策和管理”.....	12
中标全国首个省会城市亿元级区域健康 PPP 项目，进军大健康民生服务.....	12
积极借助资本力量，打造智慧城市产业平台.....	14
投资亿邦股份布局区块链技术产品，完善金融业务与智慧城市战略布局.....	14
前瞻布局，逐步将虚拟现实应用于智慧城市细分领域.....	15
业绩拐点：出售不良资产排除业绩拖累，城市大脑有望推动产业革新.....	17
出售亚太安迅，排除业绩不确定因素.....	17
携手阿里云搭建杭州交通小脑，有望向全国推广.....	17
大股东增持不低于 2 亿元，彰显发展信心.....	18
关键假设与盈利预测.....	19
风险提示.....	20
PE/PB - Bands.....	20

图表目录

图表 1：公司业务板块部分典型案例.....	4
图表 2：智能交通硬件产品.....	4
图表 3：智慧医疗硬件产品.....	4
图表 4：银江股份股权结构(2017 年一季报).....	5
图表 5：公司实际控制人为王辉和刘健（2017 年一季报数据）.....	5
图表 6：银江股份历年营收及利润情况.....	6
图表 7：2016 年三大主业收入占比.....	6
图表 8：毛利率较为稳定.....	6
图表 9：银江股份三费情况.....	6
图表 10：银江股份核心优势.....	7

图表 11: 银江股份市场网络.....	7
图表 12: 银江股份智慧城市整体解决方案.....	8
图表 13: 2017 年部分智慧城市项目.....	8
图表 14: 银江智慧城市建设及运营合作模式.....	9
图表 15: 银江股份积极布局人工智能技术.....	10
图表 16: 交通信号智能优化系统.....	11
图表 17: 银江人脸识别系统.....	11
图表 18: 移动输液监控业务功能图.....	11
图表 19: 物联网 AP4050DN-E 支持 3 路 RFID 模块扩展.....	11
图表 20: 智慧城市建设和运营全生态.....	12
图表 21: 某区域人口健康信息平台整体解决方案.....	13
图表 22: 银江智慧城市产业生态.....	14
图表 23: 银江股份部分产业投资标的.....	14
图表 24: 亿邦股份核心业务与产品.....	15
图表 25: Magic Leap 核心技术 Fiber Optic Projector 原理.....	16
图表 26: 亚太安讯业绩不达承诺 (万元).....	17
图表 27: 此城市大脑对城市部分领域的帮助.....	17
图表 28: 交通异常识别.....	18
图表 29: 人流轨迹识别.....	18
图表 30: 银江股份盈利预测.....	19
图表 31: 同类公司估值对比 (2017.08.01).....	19
图表 32: 银江股份历史 PE-Bands.....	20
图表 33: 银江股份历史 PB-Bands.....	20

智慧城市及智能交通领先企业

国内领先的智慧城市及智能交通解决方案提供商

银江股份由银江科技集团投资建立，已经逐渐发展成为国内领先的智慧城市及智能交通整体解决方案提供商。公司自成立以来，坚持以“中国领先的智慧城市解决方案提供商和数据运营服务商”为发展目标，以“技术与模式要创新，市场与基地齐拓展，业务与资本相融合”的发展思路，业务从为城市管理者服务拓展延伸至为城市民生服务，构建平台型生态企业体系，通过不断创新增强核心竞争力。

公司主业由智慧交通，智慧医疗以及智慧城市三大板块构成，其中智能交通业务及智慧城市业务在国内处于领先地位，持续多年在赛文交通网智能交通解决方案提供商等权威榜单中处于前五位。

公司主要客户为政府部门、交通管理部门、医院及其他事业单位、大型企业。目前，银江智慧交通业务深入覆盖包括北京、上海、广州、深圳、杭州、南昌等近 300 个城市，近 1500 家医院在使用公司的智能化、信息化系统和互联网医疗服务，公司数千个建筑智能化项目遍布全国各地。

图表1：公司业务板块部分典型案例

业务板块	典型案例
智能交通	2016年胶州市民安工程（智能交通管理系统）
	省补办案（业务）经费各项系统运维费（三）
	龙湖唐宁 one 项目代建道路监控工程
	石嘴山市公安局交通警察分局补充完善大武口
智慧医疗	东丰县政府办公室“智慧政务”系统运维服务
	温岭市第一人民医院新院区门诊输液系统
	浙江金昌特种纸股份有限公司无线物联网 AP
智慧建筑	烟台市智慧医疗与物联网样板工程
	厦门万科云玺项目万科云信息化工程
	泉州东海泰禾广场 B2 地块项目 SJ 信息化工
	南山区档案服务大厦信息化系统技术设计合同
智慧城市	寿元路北侧地块商住用房信息化工程
	人工影响天气作业决策指挥中心建设项目
	闵行区司法局司法行政业务网及视频会议系统
	广西壮族自治区农村信用社联合社远程监控报警联网系统项目
	宁乡县人民政府办公室电子政务外网建设设备

资料来源：公司官网，华泰证券研究所

作为中国领先的智慧城市解决方案提供商，凭借积累多年的行业经验、先进的设计理念和强大的研发实力，银江股份采用更智慧的方法来建设智慧城市，通过智能识别、移动计算、信息融合和云计算等核心自主技术的运用，致力于为智慧交通、智慧医疗、智慧建筑、智慧能源、智慧环境、智慧教育、智慧金融、智慧旅游等八大领域用户提供先进的软硬件产品。

图表2：智能交通硬件产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表3：智慧医疗硬件产品



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

股权结构清晰，第一大股东持股占比 24.34%

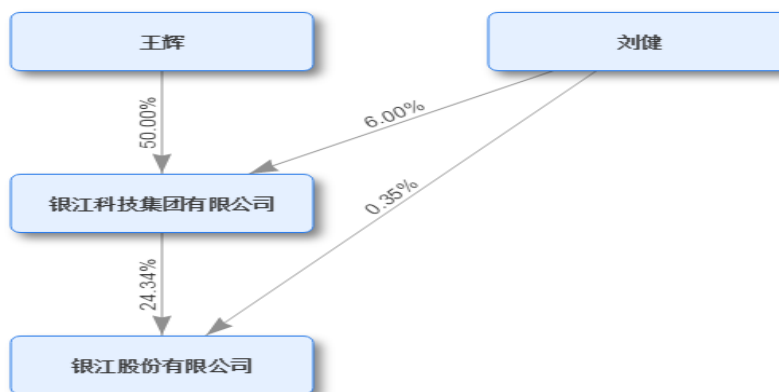
公司股权结构较为清晰，银江科技集团是公司的第一大股东，持有公司 24.34% 股份，公司实际控制人王辉和刘健分别持有银江科技集团 50% 以及 6% 的股权，此外，刘健还直接持有银江股份 0.35% 股份。根据 2017 年一季报情况，公司前十大股东共计持有 35.99% 股份，其中钱小鸿以及樊锦祥均为公司副总经理。

图表4：银江股份股权结构(2017年一季报)

股东名称	占总股本比例(%)
银江科技集团有限公司	24.34
李欣	4.24
华安资产-工商银行-长安信托-银江股份定增权益投资单一资金信托	2.49
云南惠潮投资合伙企业(有限合伙)	1.49
上银基金-浦发银行-上银基金财富 50 号资产管理计划	0.88
钱小鸿	0.53
上银基金-浦发银行-上银基金财富 49 号资产管理计划	0.51
中国建设银行股份有限公司-富国创业板指数分级证券投资基金	0.51
樊锦祥	0.50
深圳市润泰投资有限公司	0.50
合计	35.99

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：公司实际控制人为王辉和刘健（2017年一季报数据）



资料来源:Wind，华泰证券研究所

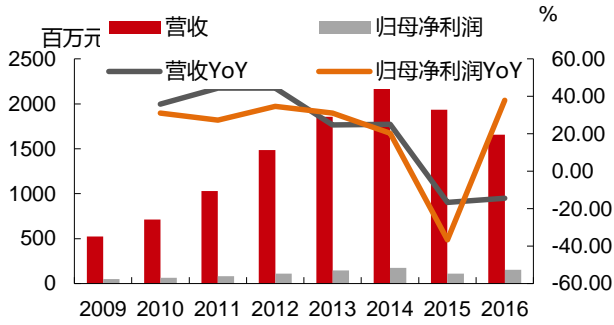
业绩低谷期逐步度过

受益于政策支持以及行业需求向好，公司主业在 2015 年前保持着高速增长态势。但公司 2015 年营业收入同比下降 16.56%，归母净利润同比下滑 36.56%，既是因为公司以 2G 业务为主，政府财政压力加大导致的收入确认周期延长，从而对公司收入和利润造成影响；也是因为公司积极向数据运营转型，在“互联网+”等业务持续加大投入；此外，并购的亚太安迅未顺利完成业绩承诺，也对公司业绩造成很大压力。

公司三大业务板块中，智能交通以及智慧城市贡献 80% 以上收入来源，占收入比分别达到 42.4% 以及 43.5%（2016 年年报）。

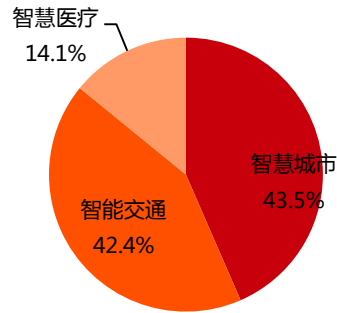
随着公司平台战略的逐步成熟以及外延投资的加速布局，转型所需技术产品将通过公司参股或控股子公司来实现，有的放矢的投入将很好的增强资金利用效率，充分利用上市公司平台实现共赢发展。此外，公司加快各地智慧城市总包获取，积极开展 PPP 模式建设，改善与政府项目的确认方式，从而有望对公司业绩形成良好的支撑。公司业绩低谷已经逐步度过，有望重新回到快速发展轨道。

图表6：银江股份历年营收及利润情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

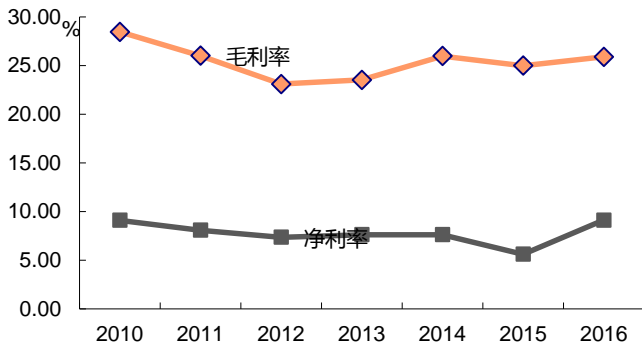
图表7：2016年三大主业收入占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

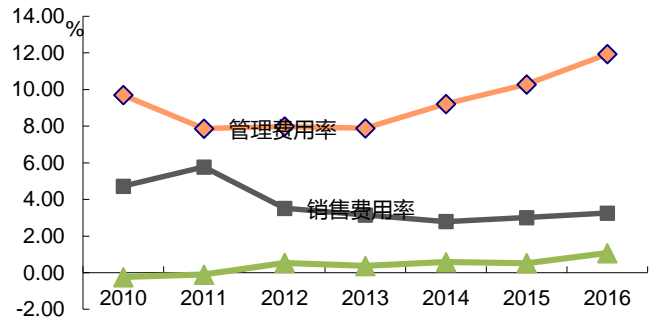
公司毛利率较为稳定，2016年净利率则相较2015年有所回升（净利润有较大部分为投资收益）。2016年公司三费维持上升态势，其中管理费用率提升了1.65个百分点，销售费用率提升了0.24个百分点，财务费用率提升了0.55个百分点。

图表8：毛利率较为稳定



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：银江股份三费情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

研发实力出众，市场营销网络基本覆盖全国范围

银江致力于打造符合城市发展的智慧城市运营管理平台，坚持技术驱创新发展，公司聚集了国内外智慧城市行业领域顶级专家和技术顾问，拥有一批高、精、专的顶级IT技术人才，拥有“院士工作站”和国家级“博士后工作站”。此外，公司在浙工大成立了银江学院，这是国家教育部认可、全国统招的本科院校，并开设了一系列适合智慧城市领域人才的课程，如交通信号与控制、物联网工程专业等，从而为公司培养一支高素质、重实践、多元化的智慧人才队伍。

智慧城市项目需要全国拓展，因此公司在2016年已完成设立了基本覆盖全国各省市自治区分公司或子公司营销服务网络，进一步健全了公司业务本地化营销和服务体系，从而实现在全国范围内的快速跑马圈地。

图表10: 银江股份核心优势



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表11: 银江股份市场网络

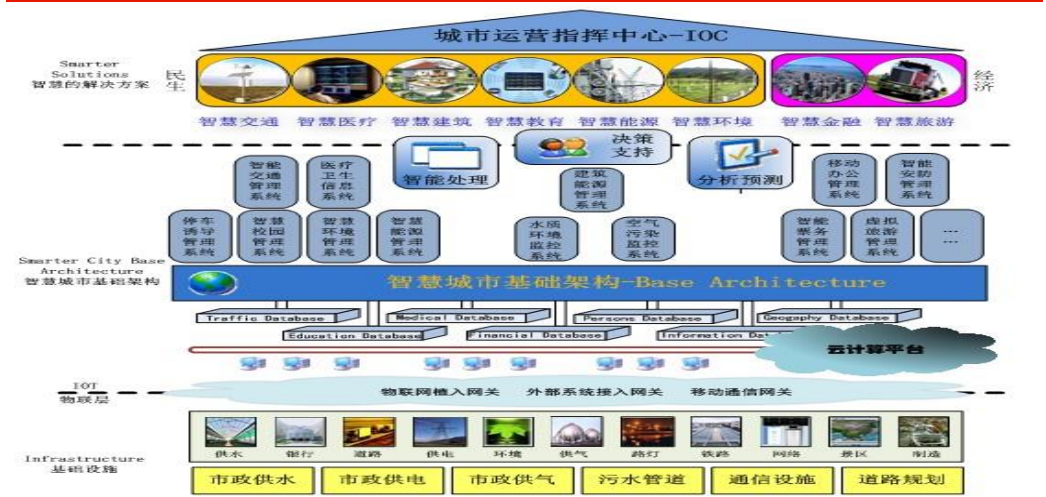


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

智慧城市订单充足，数据运营有望突破

公司自确立了智慧城市作为主要发展重点，积极通过与众多地方政府签订智慧城市业务总包或细分领域总包框架协议签订方式，以实现智慧城市顶层规划设计的捷足先登；通过三大主营业务的大项目落地，以实现获取智能化信息化系统存量业务的营收和利润；通过投资参股并购，以实现提供更完整更全面的整体解决方案；通过投入大量资金资源，以实现大数据运营服务平台的研发与规模化应用；通过数据运营等新领域投资参股并购，实现智慧城市的大数据运营服务商业模式的突破和放大。

图表12： 银江股份智慧城市整体解决方案



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

在手订单充足，PPP模式助力解决资金难题

PPP模式下智慧城市建设涉及政府、社会资本等多元主体，涵盖投融资、建设等全生命周期。利用PPP模式来建设智慧城市可以帮助充分实现财政资金的最佳价值，弥补政府财政资金的不足，在提升智慧城市服务水平的同时降低智慧城市建设运营成本。

对于建设方而言，PPP模式解决了垫资及应收款回流问题的同时可充分保障毛利率，并有效提高市场占有率，带来业绩快速提升。我们通过对2017年以来的智慧城市项目数据整理，可以发现目前大部分智慧城市项目选择PPP模式作为建设模式，周期一般在10年以上。

图表13： 2017年部分智慧城市项目

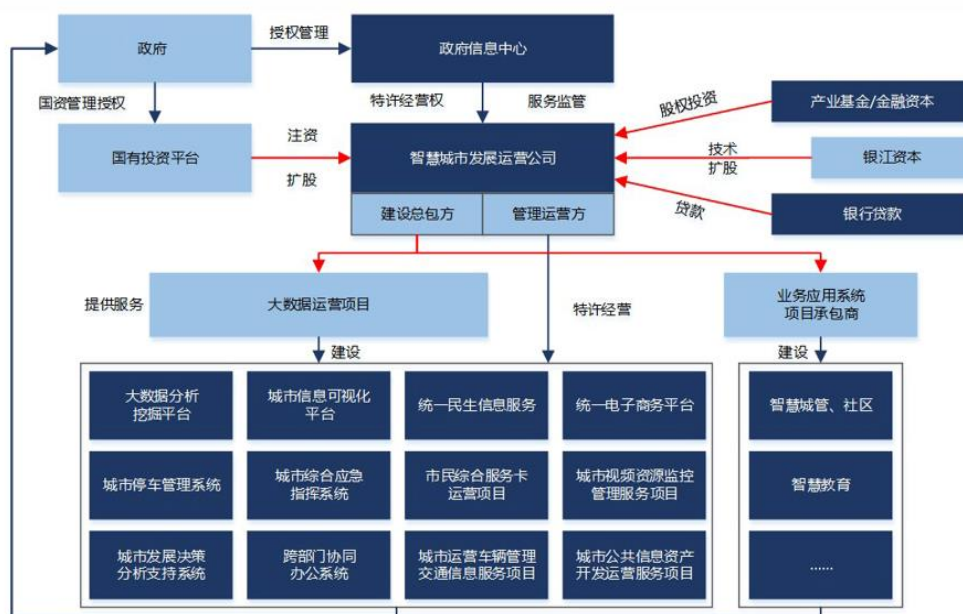
项目	总体投资	建设内容	建设周期
凤凰县智慧城市建设PPP项目	20.1亿元	一期建设投资约3.18亿元，建设期1年，建设内容包括云数据中心工程、大本项目的合作期限拟设为20年 数据平台工程、地理信息共享平台工程、市民服务门户工程、智慧政务工程、智慧交通工程、智慧旅游工程、智慧教育工程共8项内容	运营期19年
石河子市智慧城市建设暨信息惠民信息化PPP项目	1.17亿元	主要包括互联网政务服务门户、政务服务管理平台、业务办理平台、政务信特许可经营期限为11年 息资源库建设、政务服务数据共享平台、基础支撑组建及重点应用	
湘潭市新型智慧城市建设PPP项目	27.05亿元		建设期暂定为2年，运营期为10年
芷江县智慧城市（一期）建设PPP项目	8926万元	在智慧政务、智慧城管、智慧旅游三大领域取得突破性进展	建设期2年，运营维护期12年
阜南县智慧城市暨智慧阜南建设项目（非PPP项目）	2.536亿元	大数据平台，智慧城管，精准扶贫等内容	
智慧金湖“平安荷都”PPP项目	可用性服务费不高，于3.77亿元，维护个内容绩效服务费不高于3.2亿元	建设内容包括治安防控、智慧交通、智慧城管、智慧水务、智慧信访等27项内容	建设期为1年，运营期为10年

资料来源：中国采招标网，华泰证券研究所

银江公司早在 2015 年便积极探索践行 PPP 模式，破解资金难题，并通过与潍坊市国有独资公司潍坊市交通投资有限公司共同出资成立合资公司城市云公司的方式，政企联手合作，致力于智慧平台的研发和数据运营服务，以智慧政务平台建设为抓手，为市民搭建便捷的网上政务咨询沟通渠道，缩短沟通距离，提升政务效率。并同步推进平台升级扩容，逐步打通智慧教育、智慧医疗、政府云支付等功能，打造融政务、医疗、教育、生活消费为一体的智慧平台。

根据公司公告及政府采招网信息，公司已中标多项 PPP 项目，资金压力有望得到有效缓解。此外，公司通过 PPP 模式强化政企合作深入项目当地，让更多企业纳入平台，形成共生共赢生态系统，共享智慧城市发展红利。

图表14： 银江智慧城市建设和运营合作模式



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

公司依托强大的技术产品实力，通过加强营销网络建设以及积极拥抱 PPP 模式等方式，订单获取能力不断加强，在手订单充足，为公司业绩恢复快速增长打下坚实基础。根据公司官网信息，截止 2016 年三季度，公司已经与 59 个城市达成战略合作，其中 80% 城市在中国 GDP 排名前八省份，政府购买实力雄厚。

公司 2016 年年报显示，截止 2016 年年底，公司累计已与 33 个城市签订智慧城市框架合作协议，部分项目已经进入实施阶段。2016 年公司新增订单（含中标但未签合同订单，不含智慧城市框架协议）共计 22.57 亿元，其中交通业务 10.29 亿元，医疗业务 4.47 亿元，城市业务 7.81 亿元。按区域划分：华东地区新增订单 9.05 亿元，华南地区新增订单 2.14 亿元，华西地区新增订单 3.08 亿元，华北地区新增订单 5.74 亿元，华中地区新增订单 2.56 亿元。同时，公司城市信息服务相关技术和产品已在山东、云南、河北、浙江、江苏的 11 个城市获得推广应用。

把握行业发展趋势，创新人工智能等技术应用与之相结合，

银江以“致力智慧城市建设”为企业愿景，率先在国内提出智慧城市的理念，通过智能识别、数据融合、移动计算、云计算等大数据技术的应用，以及可穿戴设备、移动智能终端设备的产品开发，致力于为城市数据中心、智慧交通、智慧医疗、智慧建筑、智慧能源、智慧教育、智慧环境、旅游、智慧金融等行业用户提供先进的智慧城市整体解决方案及运营方案。

关注人工智能技术，将其应用与智慧城市建设相结合

人工智能已经经历了多年发展，近些年得益于神经网络深度学习在算法上的突破，基础人工智能技术水平得到飞跃提升，计算机视觉、机器学习、自然语言处理、机器人技术、语音识别等人工智能技术快速发展，带来了全新的变革。当前人工智能已从基础技术研究逐渐渗透至各样的应用场景，智慧城市建设也不例外。银江股份作为智慧城市建设的领军企业，一直紧跟新兴技术发展，长期关注人工智能发展及应用趋势，并基于对人工智能领域计算机视觉、深度学习、自然语言处理等技术的布局和研究。公司先后投资和参股了magic leap、每日互动、映墨科技、微车等多家 ai 企业，从而通过这样的方式在数据分析，机器人视觉识别，语音交互等方面积累了大量经验。

图表15： 银江股份积极布局人工智能技术



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

公司在积极探索人工智能技术的基础上，将人工智能技术成果应用至智慧交通、智慧医疗、智慧司法、智慧水务等智慧城市的重点领域：

1. 交通信号智能优化系统：通过汇聚多元动态数据，采用大数据分析技术进行处理和结构转换，构建统一的数据结构样本，并以此为基础，通过机器学习和优化算法，甄别交通流运行模式，构建信号配时方案库，进而采用机器迭代自学习方式生成和推荐最优信号控制策略及配时方案，以完成对城市道路交通信号控制的智能优化。同时，对系统的相关日志进行分析挖掘，为管理者提供智能的决策支持；
2. 车辆智能搜图系统：基于 ENLOOP 银江大数据平台技术架构和深度学习技术，通过对千万级别车辆图片的学习，实现在各种场景下车辆特征的精准识别，并帮助重建车辆活动轨迹和线索，应用于嫌疑车辆精准追逃/追查；
3. 银江人脸识别系统：基于领先的深度学习算法，实现人脸比对和身份识别等服务。人脸比对能够精准、可靠地分析两张照片是否属于同一个人，可以广泛应用于基于人脸的用户认证以及人证合一等各类场景。身份识别服务通过身份证图片、视频监控截图、社会资源录像截图等多种图片源，实现于已有人脸索引库中搜索相似人脸，以确定目标人的身份。

图表16: 交通信号智能优化系统



资料来源: 银江股份官网, 华泰证券研究所

图表17: 银江人脸识别系统



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

携手华为, 推进物联网领域合作

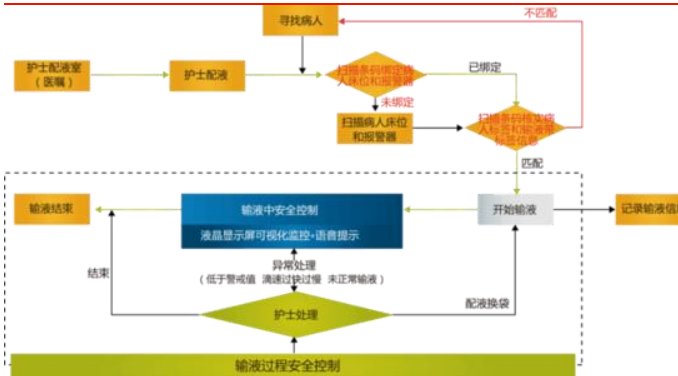
物联网是智慧城市的基础技术, 其应用范围广泛, 通过整合系统、网络传输的创新应用, 可以满足智慧城市里不同使用者的需求, 例如远程医疗、智慧系统管理等。物联网通过有线及无线等通讯技术实现人、机器和系统三者之间的无缝连接, 从而解决智慧城市所涉及的很多问题。

在物联网领域, 公司一方面持续加强研发, 创新技术产品应用, 另一方面则是与华为达成战略合作, 建立智慧城市物联网新生态, 将围绕全球政府及公共事业、能源、电力、交通、医疗、金融等行业, 为政府和企业提供全方位的 ICT 服务。二者的合作将能够将更新的物联网技术进行运用, 加速创新数据运营服务模式落地, 此外华为生态体系下的其他合作伙伴, 也能与公司形成良好的互助关系, 助力公司智慧城市平台的打造。

以银江医疗物联网 AP 来说, 这是与华为技术公司就医院信息化推进工作共同研发的新一代 AP, 集无线网接入点和 RFID 接入点为一体的智能信息接收和发送设备, 可以同时接收和发送 WIFI 信号和 RFID 信号。

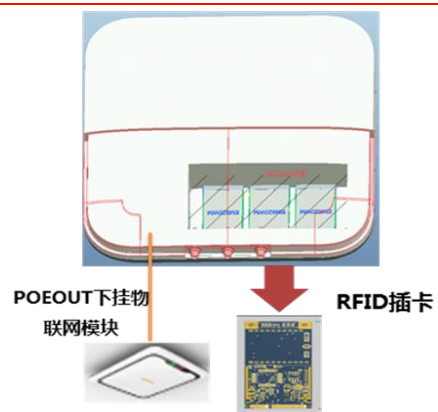
在物联网、云计算、移动互联等新技术大革命的背景下, 物联网应用的市场化进程不断加快, 物联网 AP 应运而生, 该产品将企业有线网络、无线网络和 RFID(传感器)网络有效的进行融合, 提供高可靠的网络传输和连接。通过物联网 AP 内置的 RFID 技术和先进的中间件技术, 协助应用系统平台完成对物理实体的信息采集, 为企业设施最终实现智能的物与人、物与物的控制和信息交互, 提供高标准, 符合标准协议和规范的网络基础平台。

图表18: 移动输液监控业务功能图



资料来源: 电子工程世界, 华泰证券研究所

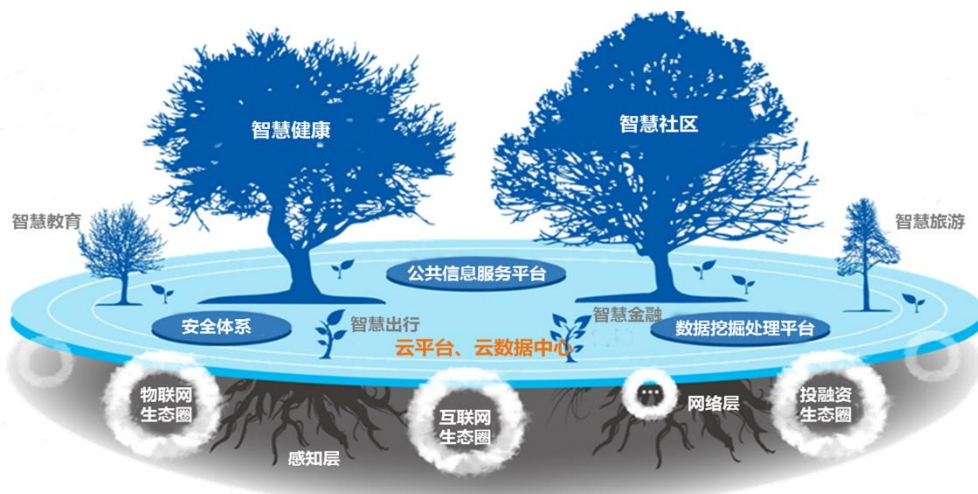
图表19: 物联网 AP4050DN-E 支持 3 路 RFID 模块扩展



资料来源: 电子工程世界, 华泰证券研究所

与政府深入合作, 积极探索数据运营新模式

公司通过大力推行智慧城市总包业务, 打下业务开拓的坚实基础。横向卡位之后, 公司进一步提升纵向整合, 并凭借技术及产业领先, 积极创新商业模式, 与政府开展深度合作, 实现智慧城市运营新业务的快速发展。公司在智慧城市建设过程中, 不断提升数据运营能力, 实现大数据在智慧城市各领域中的创新应用:

图表20： 智慧城市建设和运营全生态


资料来源：公司官网，华泰证券研究所

成立国内首个司法行政大数据实验室，在司法行政领域实现“用数据说话、决策和管理”

2016年11月10日，由银江股份与上海市司法局共同成立的“司法行政大数据实验室”正式启动，成为中国司法行政系统首家“政企合作、智库支撑”的直辖市司法行政大数据实验室。同时，银江股份与上海市司法局签订“智慧司法”战略合作协议，双方将共同推动上海市智慧司法建设，加速打造司法行政事业新一轮发展的破解版、增强版、升级版，打造中国智慧司法样板工程。

该大数据实验室将统筹考虑核心业务，通过构建有效的大数据支撑平台及应用服务，提高行业业务协同效率，实现数据驱动的司法管理决策，改善对于人民群众的司法服务水平。实验室主要解决两个问题：一是对历史数据的搜集和分析，二是对未来趋势的数据研判，其重点将围绕“司法行政大数据顶层设计、大数据基础设施、大数据基础平台、业务大数据融合建模、大数据安全防护保障、大数据前瞻性创新研究”等6大方面14个专题开展合作。

该实验室项目将基于 Enloop 大数据共性技术平台实现在司法行业的应用与服务，也是公司在大数据领域积极布局的全新增长点。预计2017-2019年间，该项目将在上海市进行三年行动计划，并同时将成熟模式推广应用到其他城市。

中标全国首个省会城市亿元级区域健康PPP项目，进军大健康民生服务

公司于2017年2月14日公告成功中标沈阳市区域人口健康信息平台建设和运营PPP项目。该项目作为全国首个副省级省会城市超大型区域健康平台项目，项目总投资金额达3.96亿元。该项目建设期1年，项目运营期达19年，拥有15项特许经营权。

沈阳市区域人口健康信息平台项目已经于2015年初被纳入沈阳市首批53个PPP项目中，并成为智慧城市建设和运营11个示范项目之一。

该项目中医疗健康软件系统建设包括一大医疗数据共享与交换平台、三大医疗卫生数据库（健康档案数据库、电子病历数据库、人口信息数据库），六大应用系统（公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品管理、计划生育、综合管理6大系统，共近40个应用子系统）。项目将形成全市覆盖13个区县和覆盖超800万常住人口的互联互通健康信息服务体系，实现“卫生计生一网覆盖、居民健康一卡通用、健康信息资源统一融合”的目标，为沈阳全体市民提供从负一岁到终老的全生命周期医疗服务。在此基础上可缓解百姓“看病难、看病贵、看病繁”问题，提升各级医疗机构的分级诊疗能力，促进健康医疗大数据分析应用，支撑业务集成、跨部门协同、社会服务和政府决策，实现“百姓就医、诊疗服务、政府管理”三大方面能力的重大提升。

图表21： 某区域人口健康信息平台整体解决方案



资料来源：环球软件，华泰证券研究所

该项目的成功中标标志着银江探索利用 PPP 模式进行区域人口健康信息平台建设和运营取得重大突破，为沈阳市智慧医疗的发展带来了长足的推动力；此外，也进一步巩固了银江医疗的行业地位，为公司今后全国智慧医疗平台和信息化项目的市场开拓奠定了强有力的基础。公司在智慧医疗领域布局智慧医院、智慧养老、区域医疗、医院信息化、互联网医疗、健康服务等版块，正逐渐从医疗云平台向健康服务发展，从平台型走向内容服务，逐渐打造全领域、全覆盖、全系统的智慧医疗大健康生态体系，未来可期。

积极借助资本力量，打造智慧城市产业平台

公司在加快内生发展的同时积极利用资本优势协助构建智慧城市产业平台，公司希望通过加强智慧城市各细分领域的投资整合，从而进一步提升银江智慧城市综合建设、运营能力。公司在 2015 年发起设立智慧城市产业基金，并通过其已对外投资 30 多个项目，涉及智慧交通、互联网医疗、大数据应用、城市信息服务、虚拟现实、人工智能、可穿戴设备等领域，目前已有 11 家参股公司挂牌全国中小企业股份转让系统，多个参股企业拟 IPO。公司智慧城市产业生态已初具规模，以智慧城市为数据运营和城市资源为入口，大力推动“互联网+城市”及 to G/B/C 端业务发展，不断打造公司新的业务增长点。此外，产业基金也为公司外延式整体收购提供大量优质项目资源。公司通过产业与资本结合，把握互联网+发展的良好机遇，继续打造“大数据平台+软件服务+系统集成+数据运营服务”的银江智慧城市产业生态圈，促进公司核心竞争力的全面提升。

图表22：银江智慧城市产业生态



资料来源:公司官网，华泰证券研究所

图表23：银江股份部分产业投资标的

首次披露日	交易标的	交易总价值(万元)	最新进度
2017-05-23	亿邦股份 400 万股新股	6,000.00	签署转让协议
2015-06-13	百会易泊 6.67%股权	1,000.00	董事会预案
2014-12-31	天尊信息 25%股权	350.00	达成转让意向
2014-10-16	广州创显 10%股权	1,000.00	签署转让协议
2014-10-16	天迈网络 20%股权	300.00	签署转让协议
2013-10-31	东方开元 50%股权	1,000.00	董事会预案

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从公司过往投资案例来观察，可以发现公司的布局基本是围绕在智慧城市，智能交通以及智慧医疗等主业进行，共同搭建一个完善的业务支撑平台，从而助力主业更好的成长：

投资亿邦股份布局区块链技术产品，完善金融业务与智慧城市战略布局

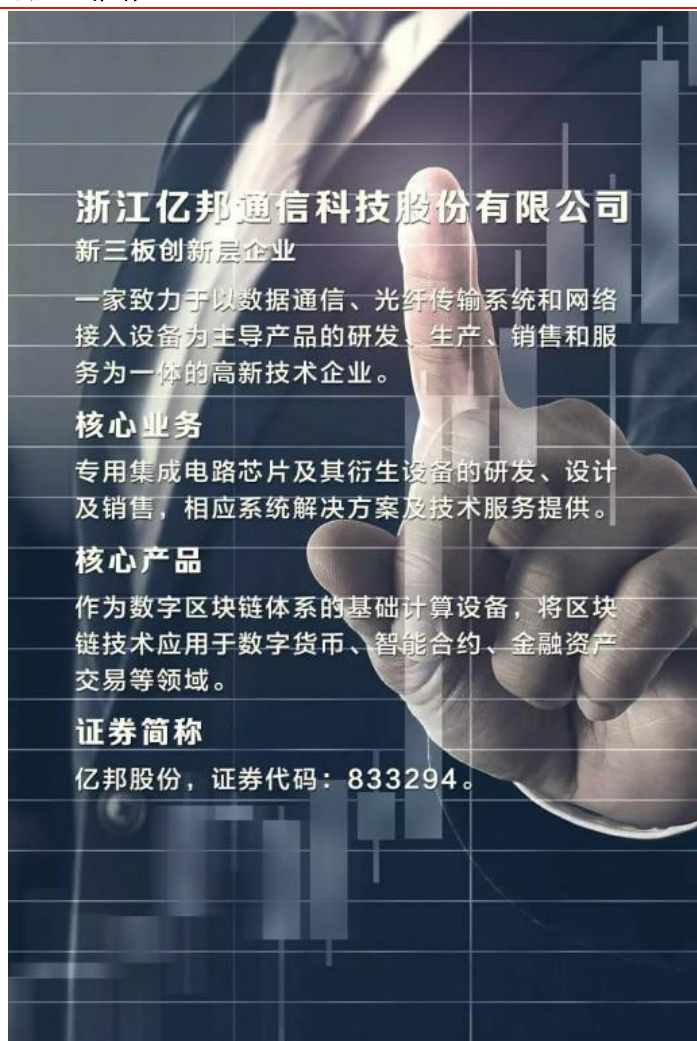
银江股份 2017 年 5 月公告拟以自有资金方式出资 6,000 万元，认购新三板挂牌企业浙江亿邦通信科技股份有限公司定向发行的 400 万股股票（15 元/股）。

亿邦股份是一家致力于以数据通信、光纤传输系统和网络接入设备为主导产品的研发、生产、销售和服务为一体的高新技术企业。目前亿邦股份核心产品是为数字区块链体系提供基础计算设备，将区块链技术应用于数字货币、智能合约、金融资产交易等领域。公司已明确未来重点发展区块链、云计算、超算专用芯片，建立分布式超算中心，在新疆当地政府的支持下，利用当地良好环境，设立全资子公司布局建立 30 万 KW 区块链云计算大数据基地。

此次投资对于银江而言，实现了金融业务与智慧城市业务的共同战略布局：

1. 金融业务：布局区块链产业是公司大金融业务领域技术与产业升级的内在需求，也是公司整体金融战略的一次重要布局。公司将加强与亿邦股份在区块链技术平台上的合作，升级双方技术水平，加快公司利用区块链技术为金融业务提供应用解决方案的进度；
2. 智慧城市业务：区块链技术的应用有助于智慧城市安全发展，银江股份携手亿邦股份共同推进区块链技术在智慧城市各领域的应用，并融入到智慧城市数据运营服务及数据交易中，提升智慧城市数据运营安全性，优化云计算处理上的算法、提升效率。

图表24： 亿邦股份核心业务与产品



资料来源：银江股份官网，华泰证券研究所

前瞻布局，逐步将虚拟现实应用于智慧城市细分领域

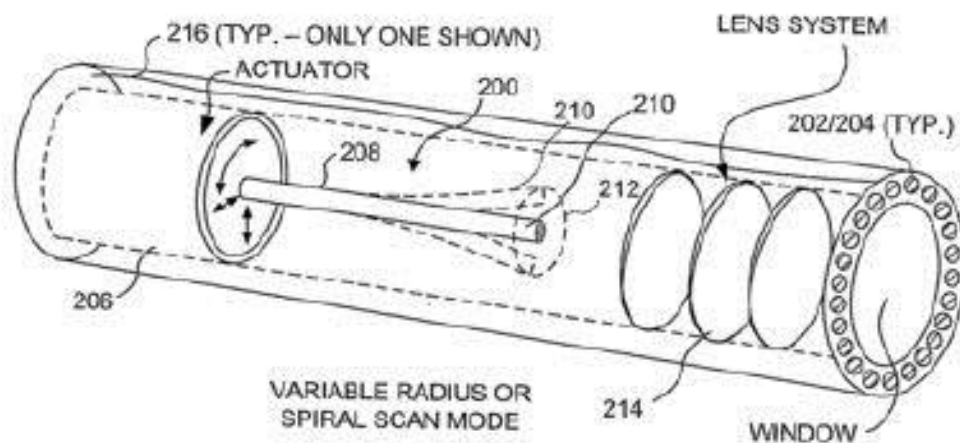
公司看好虚拟现实技术（VR）及增强现实技术（AR）在智慧城市各细分领域的应用前景，积极通过资本投入、联合研发、市场整合等方式与 VR/AR 产业内的知名企业开展多层次合作，从而将 VR/AR 技术应用于智慧城市各个领域，提高各领域的产品体验和丰富各细分行业整体解决方案，保持技术领先优势：

一方面，公司 2016 年已经参与投资杭州映墨科技融资。映墨科技是国内专业从事虚拟现实整体解决方案的高科技企业，致力于提供虚拟现实硬件、场景、平台、系统乃至行业应用一体化解决方案。映墨科技具备核心技术和可持续研发能力，在高沉浸感交互式虚拟现实头盔领域拥有多项自主知识产权，形成了强大的人才、技术和品牌优势，是 VR 头显领域唯一一家拥有硬件、平台、场景、系统集成开发能力的公司；

另一方面，公司 2016 年公告以 500 万美元受让 Magic Leap 合计 21.28 万股，每股对价为 23.5 美元。Magic Leap 成立于 2011 年 5 月，股东包括谷歌、阿里、高通等产业巨头，

融资额已经超过了 15 亿美元。Magic Leap 拥有 150 多项专利，技术研发实力位于国际顶尖水平，其采用的数字光场增强现实技术是增强现实领域的最前沿技术，能够将立体 3D 图像无缝整合到真实场景，通过电子光波传输到眼睛和大脑，让用户在真实场景的基础上能直接看到虚拟场景并与之互动。

图表25: Magic Leap 核心技术 Fiber Optic Projector 原理



资料来源:虎嗅, 华泰证券研究所

业绩拐点：出售不良资产排除业绩拖累，城市大脑有望推动产业革新

我们认为公司今年有望逐步迎来业绩拐点，一方面是因为公司主业订单储备充分，保障了公司未来业务快速成长；另一方面，公司过往业绩不确定因素逐步被排除（资金压力逐渐通过 PPP 模式缓解，亚太安讯对业绩的拖累也是通过一次性出售来排除），新的业务（与阿里共同合作的“城市大脑”）效果显著，有望复制推广至其他城市，给公司业务带来全新增量。此外，公司大股东也发布增持公告，彰显对于未来发展的信心。

出售亚太安讯，排除业绩不确定因素

2014年3月，银江股份以现金1亿元及发行股份2344万股，总计作价6亿元购买资产的方式向李欣等13名交易对方收购其持有的北京亚太安讯100%股权，其中向李欣发行股份数量为1758.72万股，发行价格为21.33元/股。

亚太安讯是一家从事城市轨道交通视频安防监控、石油石化站点视频安防监控及车载GPS运营监控的服务提供商，其也是北京地区相关细分行业的领先企业之一，轨道交通视频安防监控业务是亚太安讯目前收入和利润的主要来源。

银江原先的城市交通智能化业务主要覆盖城市道路交通智能化服务，而亚太安讯主要从事城市轨道交通智能化服务，公司希望通过此次收购丰富智能化交通业务种类，延伸服务领域，成为全产业链服务的提供商。

但是由于轨道交通市场发展较快，行业竞争加剧，主要营业区域在北京的亚太安讯在全国市场开拓战略受阻，轨道交通业务的发展未达到公司当初通过收购来壮大智慧交通业务的预期，2014年和2015年业绩不达预期，严重拖累了公司过往业绩。

图表26：亚太安讯业绩不达承诺（万元）

	2013	2014	2015
承诺业绩	5000	5750	6613
实际业绩	5007.23	4278.95	-412.73

资料来源：Wind，华泰证券研究所

本着最大限度的维护上市公司和股东利益，尽可能收回投资和力争投资损失最小化的原则，优化公司经营结构，补充公司的营运资金，银江股份决定出售亚太安讯股份。公司于2017年6月公告合计作价2.7亿元转让亚太安讯100%股权给银泰瑞合，彻底剥离该块业务，通过出售不良资产的方式排除了业绩的不确定性因素。

携手阿里云搭建杭州交通小脑，有望向全国推广

杭州在G20期间推出“城市大脑”的人工智能中心，主要是以人工智能技术为核心，可以实现随时随地对杭州整个城市进行分析，自动调配公共资源，修正城市运营中出现的问题，该项目主要由阿里云和银江、富士康等12家企业一起打造，能够对全城视频进行实时分析。

城市大脑由五大系统构成：高性能计算平台、数据交换中心、深度学习算法、智能应用系统、效能评估分析系统。以在城市交通中为例，数以百亿计的城市交通管理数据、公共服务数据、运营商数据、互联网数据被集中输入城市交通大脑。这些数据首先成为城市大脑智慧的起源。拥有数据资源后，将大数据处理为核心的人工智能应用于城市交通中，将会给城市智能交通带来重大技术变革。目前城市大脑交通模块已在杭州萧山区市心路投入使用，初步试验数据显示，通过智能调节红绿灯，道路车辆通行速度最高提升了11%。

图表27：城市大脑对城市部分领域的帮助

领域	对城市的帮助
交通治理	城市大脑可在云端对车流、事故、天气等数据进行实时分析，给出云端智能调度建议，让每辆车选择最合适的道路提高交通效率。
能源供给	可以帮助城市更好地调度和利用能源，比如电能调配、再比如交通灯智能开关，以及在电动车普及之后的充电桩规划。
社会治安	可以实时了解不同社区的人流量，不同商圈的人流量，帮助政府更好地规划公共服务，甚至可以据此调度治安精力，比如监测到某地因为重大活动人流量密集，就可以加派治安力量。

资料来源：阿里巴巴，华泰证券研究所

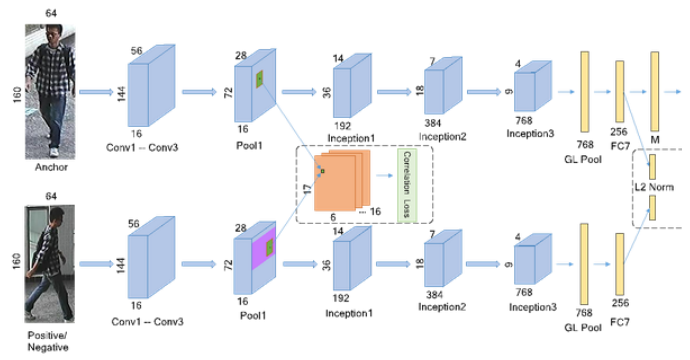
城市大脑的研究卓有成效，在最新披露的第 25 届 ACM MM 会议资料中，来自中国阿里云的三篇论文同时入围，其中有两篇论文将在 10 月份的大会上做口述报告，而这三篇论文均是阿里巴巴 IDST 基于阿里云城市大脑项目做出的研究，内容涵盖交通事故识别、人流轨迹判断以及交通数据样本的汇总等方面：以交通事故识别来说，城市大脑项目组成员采用深度学习、图像识别等人工智能技术进行单点攻破，如通过数据建模与视频中的物体运动趋势进行比对，产生明显误差即可判定为交通事故，对相关路段的红绿灯设置、路线推荐等作出快速反应。

图表28: 交通异常识别



资料来源: 搜狐, 华泰证券研究所

图表29: 人流轨迹识别



资料来源: 搜狐, 华泰证券研究所

目前城市数据大脑已在杭州、苏州等城市签约落地，同时基于人工智能技术研发的相关智慧交通产品，也将与城市数据大脑一同走向全国其他城市。公司有望凭借先发优势与雄厚积累，将交通小脑实现向全国的快速推广，推动新的产业变革，也为公司带来新的利润增长点。

大股东增持不低于 2 亿元，彰显发展信心

银江股份 7 月 27 日晚间公告，公司控股股东银江科技集团计划自 7 月 28 日起 6 个月内，以自有资金增持公司股份，增持金额不低于 2 亿元。目前银江科技集团持有公司股份 1.6 亿股，占总股本的 24.34%。

公司此次增持表明了公司大股东对于公司未来发展的乐观态度，彰显了看好公司长期投资价值的信心。

关键假设与盈利预测

关键假设:

1. 公司近两年积极开拓市场,智慧城市在手订单充足,有望逐步恢复到2013-2014年收入水平(2013年及2014年智慧城市收入分别为10.55亿元及13.30亿元),预计未来三年增速将达到40%,35%,30%;
2. 公司智慧医疗业务受益于板块性的整体良好布局,叠加沈阳人口健康信息平台的建设运营及其后续推广收益,预计未来三年增速将达到40%,35%,32%;
3. 智能交通业务受益于政府对于智能交通投入加大等原因,基本维持25%,25%,22%增速
4. 受益于PPP模式在整体业务的占比不断加大,预计毛利率将有一定的提升;预计随着业务模式的稳定,后续三费扩张将得到缓解,基本保持稳定;
5. 亚太安迅100%股权于2017年6月1号公告转让给银泰瑞合,预期将于三季度完成剥离,暂不考虑此次处置对于业绩影响;

图表30: 银江股份盈利预测(百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
智慧城市业务	923.33	711.92	996.69	1345.53	1749.19
交通智能化业务	823.06	694.66	868.33	1076.72	1313.60
医疗信息化业务	177	231.14	323.60	436.85	576.65
综合服务收入	11.61	17.58	13.89	26.05	31.78
收入	1935	1655.3	2202.50	2885.16	3671.22
成本	1451.363	1226.669	1599.711	2089.069	2645.346
毛利率	24.99%	25.89%	27.37%	27.59%	27.94%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

我们预计2017年-2019年净利润分别为2亿元、2.65亿元、3.54亿元,对应2017~2019年EPS分别为0.3元、0.4元和0.54元,对应PE分别为39倍、29倍和22倍。我们看好公司在智慧城市PPP领域的积极探索与圈地,公司在抛去亚太安迅包袱后有望凭借充足的在手订单实现快速成长,同时智能小脑等变革性新业务也有望成熟后向其他区域推广,带来业绩与估值的共同提升。目前可比公司2018年平均估值为24倍,考虑到公司居于行业领先地位,今年业绩有望迎来拐点,并且以人工智能为核心的交通小脑业务带来的估值提升,给予公司2018年32倍-35倍目标估值,对应目标价为12.8元-14元。首次覆盖,给予增持评级。

图表31: 同类公司估值对比(2017.08.01)

证券代码	证券简称	一致预测净利润		一致预测净利润	
		(2017, 百万元)	预测 PE (2017)	(2018, 百万元)	预测 PE (2018)
300212.SZ	易华录	244.52	35.83	322.18	27.44
002373.SZ	千方科技	436.51	31.14	543.08	25.03
002421.SZ	达实智能	390.45	27.69	539.20	20.05
	平均		31.56		24.17

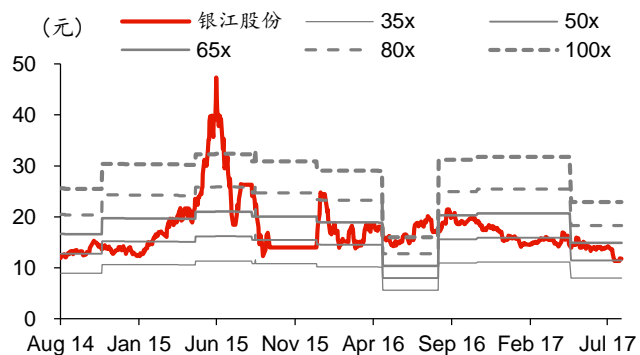
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1. PPP模式推进进度不如预期;
2. 新业务进展不如预期;
3. 政府项目回款进度不达预期;
4. 外延投资整合效果不达预期。

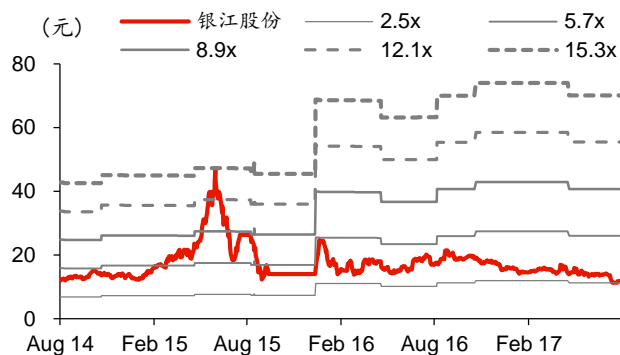
PE/PB - Bands

图表32: 银江股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表33: 银江股份历史 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	3,972	4,001	5,027	6,168	7,580
现金	1,233	1,071	960.00	860.00	850.00
应收账款	1,258	1,269	1,778	2,317	2,938
其他应收账款	318.20	367.71	631.15	826.77	1,052
预付账款	113.61	103.51	134.99	176.29	223.23
存货	1,044	1,167	1,521	1,987	2,516
其他流动资产	6.27	22.78	1.15	1.15	1.15
非流动资产	757.28	1,468	1,470	1,525	1,545
长期投资	184.19	373.97	373.97	373.97	373.97
固定投资	82.58	202.70	237.56	275.43	303.91
无形资产	78.87	125.07	125.07	125.07	125.07
其他非流动资产	411.64	766.13	733.66	750.11	741.82
资产总计	4,730	5,469	6,497	7,693	9,125
流动负债	1,974	2,424	3,227	4,143	5,230
短期借款	460.00	475.52	1,471	1,927	2,506
应付账款	960.14	919.32	1,122	1,485	1,889
其他流动负债	554.26	1,030	634.01	731.53	834.57
非流动负债	64.65	30.32	6.30	3.65	3.32
长期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.65	30.32	6.30	3.65	3.32
负债合计	2,039	2,455	3,233	4,147	5,233
少数股东权益	24.15	29.60	26.48	21.85	15.96
股本	655.19	655.79	655.79	655.79	655.79
资本公积	1,347	1,352	1,352	1,352	1,352
留存公积	689.38	830.20	1,169	1,392	1,689
归属母公司股	2,666	2,984	3,177	3,399	3,697
负债和股东权益	4,730	5,469	6,436	7,568	8,946

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	99.03	(137.13)	(1,105)	(495.58)	(521.71)
净利润	108.62	150.86	196.76	260.68	348.15
折旧摊销	29.41	38.26	25.90	25.90	25.90
财务费用	10.11	17.71	10.00	15.00	20.00
投资损失	(5.14)	(124.49)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
营运资金变动	(119.23)	(339.28)	(1,188)	(882.60)	(1,011)
其他经营现金	75.27	119.80	(144.49)	90.44	100.01
投资活动现金	(298.16)	(345.42)	20.21	(2.81)	8.98
资本支出	98.57	138.01	0.00	0.00	0.00
长期投资	208.75	160.30	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9.16	(47.10)	20.21	(2.81)	8.98
筹资活动现金	1,026	287.56	973.46	398.39	502.73
短期借款	19.04	15.52	995.00	456.12	579.45
长期借款	60.00	(60.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	378.30	0.60	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	382.86	4.82	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	185.58	326.62	(21.53)	(57.73)	(76.72)
现金净增加额	826.67	(194.95)	(111.41)	(100.00)	(10.00)

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,935	1,655	2,203	2,885	3,671
营业成本	1,451	1,227	1,600	2,089	2,645
营业税金及附加	47.98	12.58	16.74	21.92	27.89
营业费用	58.28	53.81	64.53	83.67	108.30
管理费用	198.84	197.51	240.64	321.78	411.43
财务费用	10.11	17.71	10.00	15.00	20.00
资产减值损失	388.63	115.86	70.00	75.00	80.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	5.14	124.49	5.00	5.00	5.00
营业利润	(215.07)	155.66	205.89	283.72	383.25
营业外收入	331.77	17.72	20.00	15.00	15.00
营业外支出	1.72	1.67	1.95	2.03	2.00
利润总额	114.99	171.70	223.94	296.69	396.25
所得税	6.37	20.84	27.18	36.01	48.10
净利润	108.62	150.86	196.76	260.68	348.15
少数股东损益	(2.59)	(2.51)	(3.12)	(4.63)	(5.90)
归属母公司净利润	111.21	153.38	199.88	265.31	354.05
EBITDA	(175.55)	211.63	241.78	324.61	429.14
EPS (元)	0.17	0.23	0.30	0.40	0.54

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(16.56)	(14.45)	33.06	30.99	27.25
营业利润	(222.46)	172.38	32.27	37.80	35.08
归属母公司净利润	(36.56)	37.92	30.32	32.74	33.45
获利能力 (%)					
毛利率	24.99	25.89	27.37	27.59	27.94
净利率	5.75	9.27	9.07	9.20	9.64
ROE	4.17	5.14	6.29	7.80	9.58
ROIC	(12.54)	9.81	6.60	7.07	7.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.11	44.89	50.23	54.79	58.50
净负债比率 (%)	25.50	19.37	45.48	46.46	47.89
流动比率	2.01	1.65	1.56	1.49	1.45
速动比率	1.48	1.17	1.08	1.01	0.97
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.32	0.37	0.41	0.44
应收账款周转率	1.35	1.13	1.24	1.24	1.22
应付账款周转率	1.41	1.31	1.57	1.60	1.57
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.23	0.30	0.40	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.15	(0.21)	(1.69)	(0.76)	(0.80)
每股净资产(最新摊薄)	4.07	4.55	4.84	5.18	5.64
估值比率					
PE (倍)	69.81	50.67	38.88	29.29	21.95
PB (倍)	2.91	2.60	2.45	2.29	2.10
EV_EBITDA (倍)	(36.29)	30.10	26.35	19.62	14.84

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、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：AOK809

©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