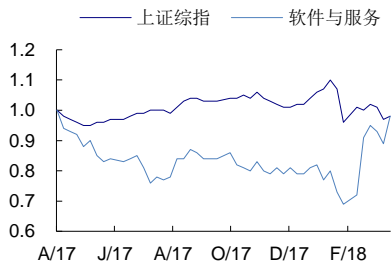


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《计算机行业周报: 腾讯 2017 年业绩公布, 顶级流量下多个业务增速明显》——2018-03-27
 《计算机行业周报: 政策利好支持阿里巴巴回归》——2018-03-19
 《计算机行业周报: 富士康 IPO 过会, 春风吹到成长股》——2018-03-12
 《计算机行业投资策略: 工业互联网投资专题报告》——2018-03-07
 《计算机行业周报: 爱奇艺欲在 NASDAQ IPO, 募资 15 亿美元》——2018-03-06

证券分析师: 高耀华

电话: 010-88005312
 E-MAIL: gaoyao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060001

证券分析师: 何立中

电话: 010-88005322
 E-MAIL: helz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516110003

联系人: 黄净

电话: 010-8800-5313
 E-MAIL: huangjing4@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

热点扩散, 加配二线龙头和被低估板块

● 拥抱具有时代特征的核心资产穿越牛熊

从全球角度看, 个人电脑普及期诞生戴尔、IBM、英特尔、思科等科技牛股。PC 互联网发展初期的雅虎, 贯穿 PC 互联网全周期的微软。移动互联网硬件设施的高通、苹果, 应用领域 facebook、谷歌。这些不同的科技公司在特定的时代满足了全世界的需求, 具有时代特征。

● 当下核心资产是匹配本土文化的软件公司

从产品角度看, A 股软件公司没有能够和全球竞争的产品产出, 这是由行业属性决定的, 硬件产品是标准化的、可以有很多参数评判的“非人性”的物理产品。而软件是“有人性”的、需要理解公司、穿透人性的产品, 具有非标准化的因素。从产业角度看, 我国信息技术产业发展起步时间落后于国外, 要先从难度较低的工具软件领域发力, 再到大型系统软件的竞争。例如在高端 ERP、数据库等领域我们暂时无法竞争, 我们可以从工具软件做起。而这些工具软件具有本地特色, 例如广联达的造价软件、超图软件的地理信息系统、恒华科技的智能电网系统, 这些软件产品的背后是公司对本土产业的、本土文化的理解, 才能做出适合国人自己用的软件产品。软件产品背后的这些东西是国外软件公司无法企及的, 这就给国内公司留下机会。同时, 政策也在大力支持相关产业。

● 人均 GDP 决定现阶段中国的科技产业具有政策性

2017 年中国人均 GDP 为 8836 美元, 按照世界银行标准人均 GDP 没有过 1 万美元之前, 形不成真正的科技创新系统。所以现阶段政策对科技发展影响较大, 例如对互联网+、人工智能、软件产业补贴, 经常出台刺激产业的政策。

● 政策刺激热点扩散, 非龙头折价减少甚至生溢价

一是由于过去一年多的杀估值, 市场追逐传统行业大白马热情逐渐褪去, 计算机板块细分龙头估值修复之后, 热点扩散二线龙头开始享受估值溢价。二是在**工业互联网政策和独角兽概念刺激下**, 处于超跌反弹中的计算机板块呈现反转趋势, 市场对中小创的科技股寄予更高期望, 新技术、新产品、新公司将再次被宠爱。三是下游企业盈利好转, 加大对 IT 投资。

● 投资建议

第一类: 匹配本土文化的软件公司。虽然技术和产品上落后于国外公司, 但是在国内的业务只有他们能做, 国外公司做不了。原因就是这些公司更加懂国内的文化、客户的运作模式, 有本土化的优势。并且已经在细分领域成为行业龙头, 在未来 2-3 年内仍然是软件领域的核心资产。推荐标的: 易华录、汉得信息、旋极信息、华宇软件、海康威视、广联达、超图软件、恒华科技、美亚柏科。第二类: 存在估值折价的二线龙头。随着下游需求提升, 云对行业价值长期改变等基本面向好转, 在 2017 年“龙头行情”之后, 2018 年计算机板块热点扩散到二线龙头和低估公司, 例如本报告前文中举例的绿盟科技、诚迈科技。推荐标的: 中国长城、太极股份、长亮科技、高伟达、同有科技、赛意信息。

内容目录

计算机板块估值处于合理位置	4
计算机板块估值相对估值不高.....	4
营收增速向好.....	4
拥抱龙头核心资产穿越牛熊	5
核心资产具有时代特征的.....	5
人均 GDP 决定核心资产类别.....	6
在科技周期内，拥抱核心资产穿越股市牛熊.....	7
持有带有本土文化的软件公司.....	7
加配二线龙头，享受估值溢价	8
2017 年龙头主导行情，龙头享有估值溢价.....	8
2 月中旬至 3 月上旬估值修复.....	9
3 月下旬开始，热点扩散二线龙头开始享受估值溢价.....	9
下游行业带动软件行业增速回升	10
软件和信息技术服务业增速回升.....	10
工业软件收入超 1000 亿增速最快达 19.9%.....	10
国防信息化投入值得乐观.....	10
政府对大数据越来越重视.....	11
投资建议	11
第一类推荐：匹配本土文化的软件公司.....	11
第二类：存在估值折价的二线龙头.....	11
投资风险	11
国信证券投资评级	12
分析师承诺	12
风险提示	12
证券投资咨询业务的说明	12

图表目录

图 1: 计算机板块指数相对上证综指相对估值 (TTM)	4
图 2: 计算机指数(中信)估值 TTM	4
图 3: 思科股价走势	5
图 4: 微软股价走势图	5
图 5: 英伟达近 3 年股价走势	6
图 6: 中国人均 GDP 变化	7
图 7: 海康威视股价走势	7
图 8: 科大讯飞股价走势图	7
图 9: 启明星辰 VS 绿盟科技营业收入	8
图 10: 启明星辰 VS 绿盟科技净利润	8
图 11: 启明星辰 VS 绿盟科技估值 PETTM	9
图 12: 中科创达 VS 诚迈科技估值 PETTM	9
图 13: 启明星辰(深色)VS 绿盟科技相对走势	9
图 14: 中科创达(深色)VS 诚迈科技相对走势	9
图 15: 2008~2017 年软件业务收入增长情况	10
表 1: 计算机板块已公布 2017 年报公司营收增速	4

计算机板块估值处于合理位置

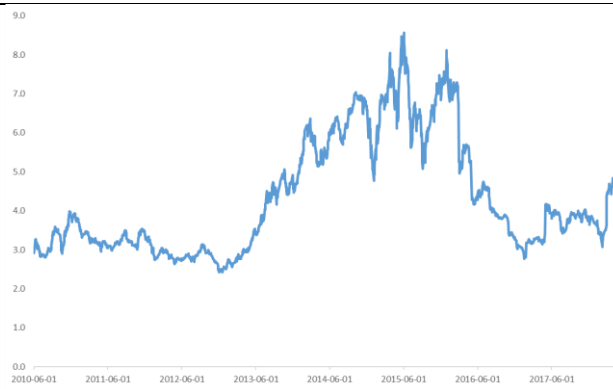
计算机板块估值相对估值不高

股票市场价格总是在价值的合理估值上下变动，一个板块的整体估值也同样在某个参考值上下变动。例如行业估值相对整个市场估值变化，有时候会高于整体市场估值，有时候会低于市场整体估值，在低于市场整体估值的时候正是买入的好机会。

由于 A 股相对全球其他国家所处的市场环境不同，例如直接参考美股同类公司估值不具有可比性。采用板块的相对市场其他主要指数的估值做比较是合理的。

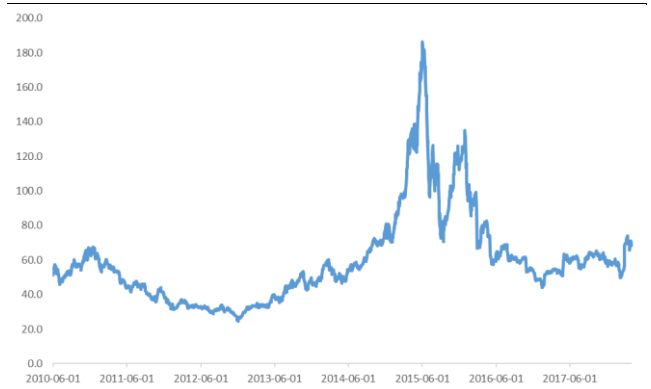
计算机指数估值处于平均水平以下的底部位置，相对上证综指相对估值(TTM)已经大幅回落，从 2015 年的 8 倍以上下降到近期的 4 倍左右。

图 1: 计算机板块指数相对上证综指相对估值 (TTM)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 计算机指数(中信)估值 TTM



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

营收增速向好

截止 2018 年 4 月 4 日，计算机板块已公布的年报数据看，有 23% 的公司营收增速超过 50%，有 60% 的公司营收增速在 20% 以上。

表 1: 计算机板块已公布 2017 年报公司营收增速

		2017 营收 增速 (%)			2017 营收 增速 (%)			2017 营收 增速 (%)
300275.SZ	梅安森	133	002232.SZ	启明信息	35	600271.SH	航天信息	16
300451.SZ	创业软件	110	300188.SZ	美亚柏科	34	300559.SZ	佳发安泰	16
000977.SZ	浪潮信息	101	300074.SZ	华平股份	33	002410.SZ	广联达	16
002383.SZ	合众思壮	95	000662.SZ	天夏智慧	30	300248.SZ	新开普	13
603636.SH	南威软件	72	300659.SZ	中孚信息	30	603990.SH	麦迪科技	12
002230.SZ	科大讯飞	64	603881.SH	数据港	28	300150.SZ	世纪瑞尔	11
002518.SZ	科士达	56	300479.SZ	神思电子	27	603138.SH	海量数据	10
000034.SZ	神州数码	54	600588.SH	用友网络	24	300130.SZ	新国都	10
603025.SH	大豪科技	53	601360.SH	三六零	24	600536.SH	中国软件	9
603039.SH	泛微网络	53	002090.SZ	金智科技	23	000948.SZ	南天信息	7
600728.SH	佳都科技	51	600570.SH	恒生电子	23	300378.SZ	鼎捷软件	7
300324.SZ	旋极信息	51	300339.SZ	润和软件	23	002401.SZ	中远海科	6
300036.SZ	超图软件	50	300229.SZ	拓尔思	21	002474.SZ	榕基软件	6
002362.SZ	汉王科技	45	600845.SH	宝信软件	21	300682.SZ	朗新科技	4
002912.SZ	中新赛克	45	603383.SH	顶点软件	19	300455.SZ	康拓红外	4
603019.SH	中科曙光	44	002439.SZ	启明星辰	18	002771.SZ	真视通	3
300532.SZ	今天国际	43	300579.SZ	数字认证	17	300520.SZ	科大国创	2
300365.SZ	恒华科技	42	300523.SZ	辰安科技	17	000555.SZ	神州信息	2
300270.SZ	中威电子	37	002649.SZ	博彦科技	16	002368.SZ	太极股份	2

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

拥抱龙头核心资产穿越牛熊

核心资产具有时代特征的

从全球角度看，个人电脑普及期诞生戴尔、IBM、英特尔、思科等科技牛股。PC 互联网发展初期的雅虎，贯穿 PC 互联网全周期的微软。移动互联网硬件设施的高通、苹果，应用领域 facebook、谷歌。

思科是网络高速发展的建设者，它对于互联网的重要性就相当于 AT&T 公司对于电话的重要性。

网络时代的思科是幸运的，思科公司面对的是一个超过 2000 亿美元的网络设备市场。由于网络信息在指数级的增长，网络系统需要更新、更快的网络传输设备支撑，这意味着思科的市场还在不断膨胀、增长的公司。

那么，在网络时代的建设初期（1984~2000）买入思科一直持有的人是明智的，那个时代的思科满足了全世界的需求，具有时代特征。

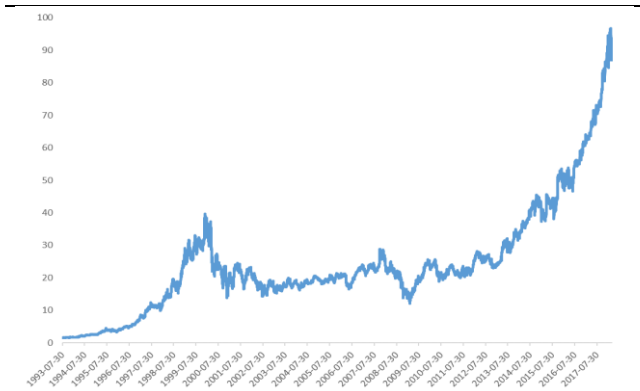
在 2000 年互联网泡沫破灭之后买入思科也是幸运的。思科营收从 2005 年的 248 亿美元上升到 2017 年的 480 亿美元，增长 94%；归母净利润从 2005 年的 58 亿美元增长到 2017 年的 104 亿美元，增长 80%。而同期的思科股本从 2005 年的 6.33 亿股，下降到 2018 年的 4.81 亿股，降幅达 24%。

图 3：思科股价走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 4：微软股价走势图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

同理，1975 年成立的微软，得益于个人电脑的浪潮，也明显具有时代特征。从 1980 年为 IBM—PC 提供 DOS 操作系统，到 1990 年推出基于图形界面的 windows3.0 操作系统，再到后来的视窗版 excel、word95、IE 浏览器等，各个产品都具有 PC 时代的烙印。这些才是微软公司成为微软帝国的真正基础，微软后期推出的搜索、游戏等都是在原有的帝国之外拓展疆土，但是时代已不同，在移动互联网领域微软一直没有建树。

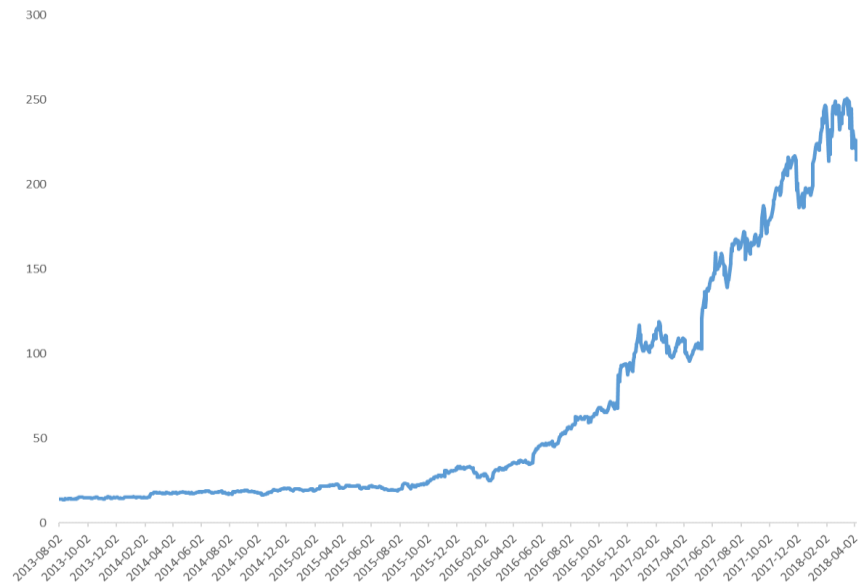
当然，在移动互联网时代没有明显作为的微软，不妨碍公司股价一路上升，且早就超过 2000 年互联网泡沫时的股价。这期间公司业绩在上升的时候公司股本在缩小。公司股本从 2005 年的 10.86 亿股到 2018 年的 7.69 亿股，股本缩减 29%。2005~2017 年营收从 398 亿美元到 899 亿美元，增长 126%；归母净利润从 123 亿美元到 220 亿美元，增长 79%。

这些都带有时代的烙印，在当时特定的时代中，最好的策略就是拥抱这类核心资产，一直持有到下一波新产业浪潮来临。

英伟达就是在人工智能发展初期的核心资产。

从 2016 年开始的人工智能，由于在产业发展的初期，需要先搭建硬件基础设施。英伟达的 GPU 正好适配人工智能芯片需求，在没有新的 AI 芯片问世的时候，拥抱英伟达就是最好的投资策略，从 2016 年年初至 2018 年 4 月 2 日，英伟达股价上涨 6.25 倍。

图 5：英伟达近 3 年股价走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

人均 GDP 决定核心资产类别

周期，不仅对研究传统产业适用，对研究科技产业发展也是有用。不同的时代具有不同的特征。人均 GDP 的质量，决定了一个国家的产业格局。

一个国家只有人均 GDP 到了 5000 美元的时候国家才真正注重科技对经济增长的关键作用。以前没有实质性行动，但是一旦人均过了 5000 了，国家就支持了，真给钱、给土地。会出台明确科技产业政策，大力引进国外先进技术。在这个阶段，它开始注重自主研发，走引进吸收与自主创新并重的发展道路。要人均过了 10000 美元之后，国家才会开始形成完整的产学研体系，建立国家创新体系。

按照世界银行标准：人均 GDP 在 3000-5000 美元，城市化与工业化，中产阶级兴起，消费类型发生变化；5000 美元之后，国家才真正重视科技对经济增长作用，政策支持；10000 美元之后，国家才开始形成完整产业研体系，建立国家创新体系。

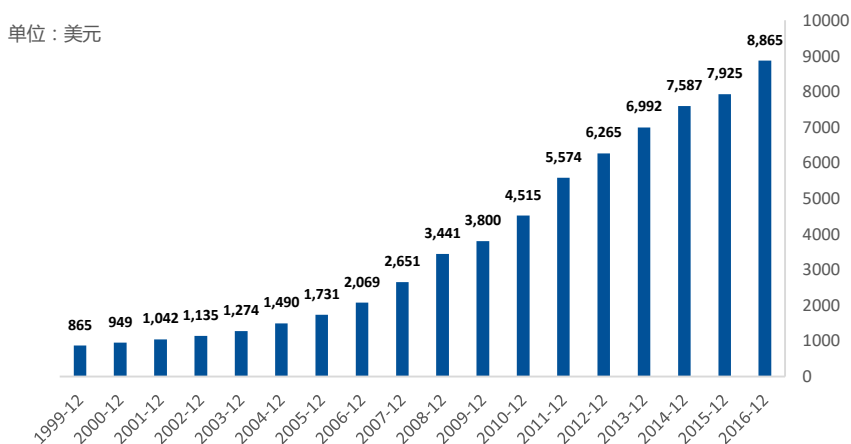
现阶段中国的科技产业具有特征：

一是政策对科技发展影响较大，例如对半导体、大飞机、软件产业补贴，经常出台刺激产业的政策。

二是随着企业信息化需求逐渐饱和，供给端的 IT 企业逐渐走向集中，行业集中度越来越明显，出现强者恒强的局面。

三是随着人力资源成本的上升和技术的逐渐成熟，下游企业客户要压缩信息化开支，寻求例如云服务的模式来购买 IT 服务，从而代替在本地大规模部署。

图 6：中国人均 GDP 变化



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

在科技周期内，拥抱核心资产穿越股市牛熊

优选核心资产或者龙头公司的逻辑是自下而上选择优质公司，在一个科技产业周期中，用产业周期覆盖股市的牛熊周期。市场的牛熊比较难掌握，但是科技产业的发展容易判断，只要没有颠覆性的技术、产品出现，买入在原有的产业周期中的优质公司，穿越市场的牛熊。

例如安防监控领域的海康威视，人工智能领域的科大讯飞，股价均超过 2015 年 5 月份的高点。

当然，以上的逻辑是科技产业周期大于市场牛熊周期，一般情况下这个前提条件是成立的，特别是对于变化较快的 A 股的牛熊周期。

产业发展的内在逻辑是随着需求饱和，新产业还未正式来临的时候，细分领域的龙头企业的规模优势、研发优势能确保公司继续维持行业优势。

图 7：海康威视股价走势



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：科大讯飞股价走势图



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

持有带有本土文化的软件公司

计算机板块以软件公司为主，我国的软件并未像电子产业那样在全球形成竞争力。

从产品角度看，A 股软件公司没有能够和全球竞争的产品产出，这是有行业属性决定的，电子产品是标准化的、可以有很多参数评判的“非人性”的物理产品，是实现某一点的功能。而软件是“有人性”的、需要理解公司、穿透人性

的产品。从技术难度上看，软件产品由于增加了“人性”这样非标准化的因素，导致美元电子产业发展那么迅速。

从产业角度看，我国没有信息技术发展的强大基础设施，我国信息技术产业发展起步时间落后于国外，所以先从难度较低的零部件领域发力，再到信息系统形成竞争。

但是，我们的软件公司可以在细分领域入手，逐渐进入高端系统。例如在高端ERP、数据库等领域我们暂时无法竞争，我们可以从工具软件做起。而这些工具软件具有本地特色，例如广联达的造价软件、超软软件的地理信息系统、恒华科技的智能电网系统，这些软件产品的背后是公司对本土产业的、本土文化的理解，才能做出适合国人自己用的软件产品。软件产品背后的这些东西是国外软件公司无法企及的，这就给国内公司留下机会。

所以，我们从以上的角度出发，本报告后文会推荐一些带有本土文化属性的软件产品和公司。

加配二线龙头，享受估值溢价

2017 年龙头主导行情，龙头享有估值溢价

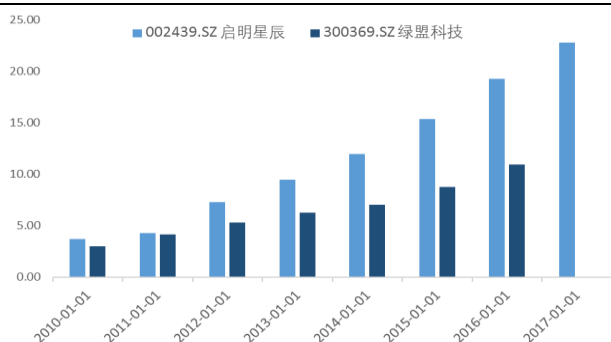
启明星辰和绿盟科技都是网络安全领先者，从财务指标看，启明星辰营业收入和净利润近几年都超过绿盟科技。

2017 年启明星辰营业收入 22.79 亿元，营业利润 3.58 亿元、归属于上市公司股东的净利润为 4.52 亿元，分别比去年同期增长 18.22%、168.75%和 70.41%。同时，归属于上市公司股东的扣非净利润为 3.21 亿元，同比增长 29.52%。

绿盟科技业绩快报显示 2017 年公司营业收入 12.5 亿元，同比增长 15.47%，归母净利润 1.52 亿元。

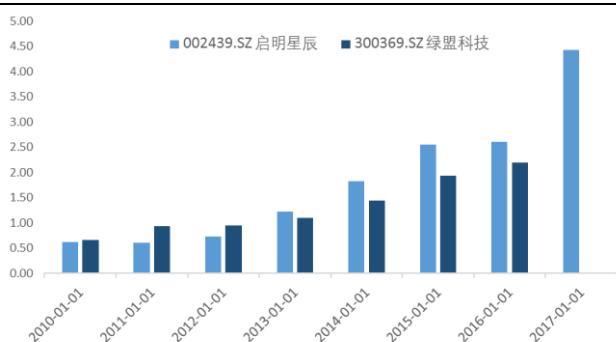
无论是从营业收入还是净利润看，启明星辰都是绿盟科技的接近 2 倍或 2 倍以上，是绝对的龙头。

图 9：启明星辰 VS 绿盟科技营业收入



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：启明星辰 VS 绿盟科技净利润

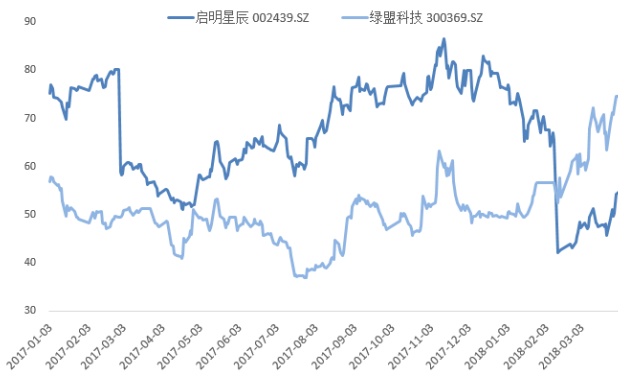


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

所以，在 2017 年的大主题龙头享受溢价、大环境热衷于龙头的市场情绪下，计算机板块也不例外。

A 股网络安全领域启明星辰的估值始终高于绿盟科技。同样的给智能终端厂商做解决方案的中科创达的估值在大部分时间里，估值始终高于诚迈科技，这就是过去市场给予的龙头溢价。

图 11: 启明星辰 VS 绿盟科技估值 PETTM



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 中科创达 VS 诚迈科技估值 PETTM



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2月中旬至3月上旬估值修复

从 2017 年 1 月开始, 在上证 50 位代表的传统行业公司股价下滑之时, 以计算机板块为代表的中小创进一步被杀估值。1 月中上旬计算机板块震荡向下, 甚至到 2018 年 1 月下旬加速向下。在整个板块指数向下的过程中, 错杀一批龙头公司股票。从 2 月 9 日开始的超跌反弹中, 被错杀的龙头公司估值抢先修复。特别是一批有基本面支撑的低估公司初步修复, 汉得信息、新北洋、华宇软件、东方国信、美亚柏科、宝信软件、卫宁健康、易华录等。

3月下旬开始, 热点扩散二线龙头开始享受估值溢价

一是由于过去一年多的杀估值, 市场追逐传统行业大白马热情逐渐褪去, 计算机板块细分龙头估值修复之后, 热点扩散二线龙头开始享受估值溢价。

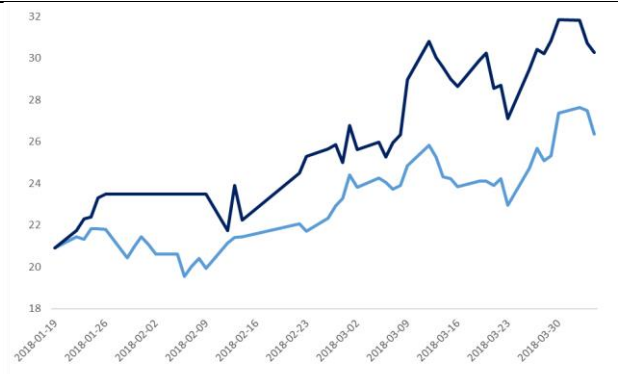
二是在工业互联网政策和独角兽概念刺激下, 处于超跌反弹中的计算机板块呈现反转趋势, 市场对中小创的科技股寄予更高期望, 新技术、新产品、新公司将再次被宠爱。

三是下游企业盈利好转, 加大对 IT 投资。特别是一些钢铁等重工业企业, 在去产能、环境保护的指导下, 2017 年盈利好转后不会立即加大扩产能建设, 转而加大 IT 投资建设, 继续通过技术提升公司运行效率。

四是成本压力减缓, 双创热潮之后 IT 人员成本增速放缓。

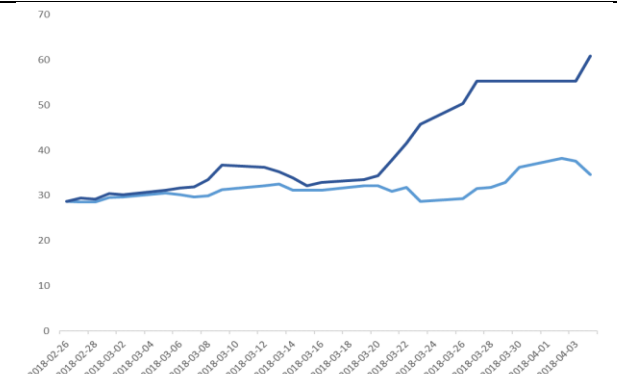
在以上四种条件的综合作用下情况下, 二线龙头公司更加受到市场偏爱。

图 13: 启明星辰(深色)VS 绿盟科技相对走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 中科创达(深色)VS 诚迈科技相对走势



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

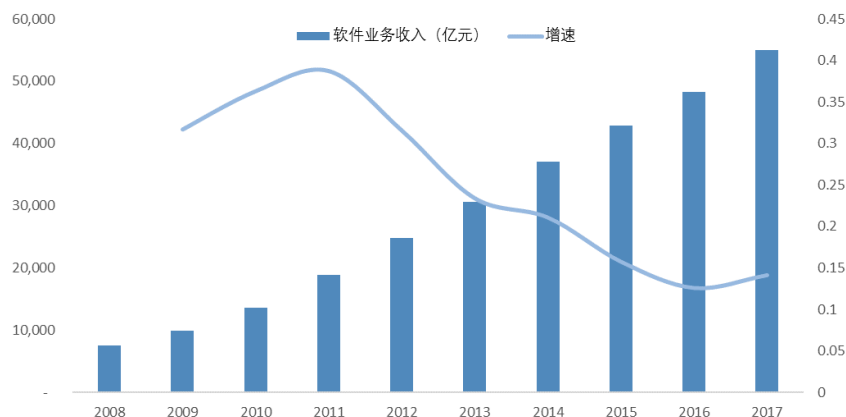
下游行业带动软件行业增速回升

软件和信息技术服务业增速回升

2017年全国软件和信息技术服务业完成软件业务收入5.5万亿元，比上年增长13.9%，增速同比提高0.8个百分点。从全年增长情况看，走势基本平稳。

最近10年中，全国软件业收入增速在2011年达到高峰，之后一直下滑至2016年的13.1%，2017年增速回升达到13.9%。

图 15：2008~2017 年软件业务收入增长情况



资料来源：工业和信息化部，国信证券经济研究所整理

工业软件收入超 1000 亿增速最快达 19.9%

信息技术服务保持领先，产业继续向服务化、云化演进。2017年，全行业实现信息技术服务收入2.9万亿元，比上年增长16.8%，增速高出全行业平均水平2.9个百分点。

其中，云计算相关的运营服务（包括在线软件运营服务、平台运营服务、基础设施运营服务等在内的信息技术服务）收入超过8千亿元，比上年增长16.5%，占全年软件和信息技术服务业收入的14.5%。

2017年全行业实现软件产品收入1.7万亿元，比上年增长11.9%，占全行业收入比重为31.3%。其中，工业软件产品收入超1千亿元，增长19.9%。

工业软件主要是智能制造领域的信息化带动，随着核心关键技术的突破，软件产业正向构筑有力的产业基础、推进信息系统安全可控、驱动工业智能化等方向迈进。

国防信息化投入值得乐观

一是国防建设通过信息化程度继续提升实力。例如移动自组网不依赖中心化基站，抗击毁能力强，能够大幅度增强军队战斗力，在陆军、火箭军、边防军队有较高的需求。在装备诊断与健康（PHM）领域我国PHM尚处于初级阶段，PHM对降低装备全生命周期成本、提升装备出动率有不可替代的作用，未来值得乐观预期。

二是，根据知名市场调查机构Govini公司最近发表的的分析报告，美国国防部2017财年在云计算、大数据和人工智能技术等方面的投入高达74亿美元，比

2012 财年时增加了 32%。全球国防加大投入的情况下，对我国国防建设有一定的刺激作用，带动国防信息化的建设投入。

政府对大数据越来越重视

2017 年 12 月 9 日的中央政治局集体学习大数据战略，就可以看出，政府高层已经深刻意识到大数据的重要性。

在 2018 年达沃斯会议上，一些国际投资巨头也指出了大数据的重要性。垄断性的、互联网巨头，类似谷歌和 Facebook 这样的公司已经变成“创新的障碍”，这些平台努力提高自身产品在用户注意力中的占比，诱使用户放弃自主。

数据作为信息时代的一种资产，肯定要掌握在政府手中，而不是互联网公司。政府拥有的数据也是最多的，所以政府有很大的动力去存储数据、分析数据、利用数据，这种趋势首席带动的是政府对数据存储的需求。

投资建议

第一类推荐：匹配本土文化的软件公司

此类公司的特征是：虽然技术和产品上落后于国外公司，但是在国内的业务只有他们能做，国外公司做不了。

原因就是这些公司更加懂国内的文化、客户的运作模式，有本土化的优势。并且已经在细分领域成为行业龙头，在未来 2-3 年内仍然是软件领域的核心资产。

推荐标的：易华录、汉得信息、旋极信息、华宇软件、海康威视、广联达、超图软件、恒华科技、美亚柏科。

第二类：存在估值折价的二线龙头

随着下游需求提升，云对行业价值长期改变等基本面好转，在 2017 年“龙头行情”之后，2018 年计算机板块热点扩散到二线龙头和低估值公司，例如本报告前文中举例的绿盟科技、诚迈科技。

推荐标的：中国长城、太极股份、长亮科技、高伟达、同有科技、赛意信息。

投资风险

市场风险偏好下降，云服务等行业发展不及预期。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032