

## 第三方支付行业仍处整合转型期，利好经营规范龙头公司

第三方支付行业监管政策持续落地，资质颁发与资金存管要求趋严。设立网联平台直接监管后，备付金 100%集中交存管理。2019 年 1 月 14 日起第三方支付公司的备付金已实现 100%集中交存，全面纳入央行监管，预期能够有效避免第三方支付机构绕开监管，防范洗钱风险，维持市场合法秩序。依靠支付备付金的收单机构商业模式亟待转型。

**牌照颁发暂停并收紧，整治行业乱象。**自 2015 年 4 月起，央行停止颁发第三方支付牌照，并吊销、注销、合并第三方支付业务牌照合计 33 张；2018 年，央行对多家银行、第三方支付公司开出天价罚单，严肃第三方支付行业乱象。截止 2019 年年初，支付牌照银行卡收单机构资质的仅剩 61 家；此 61 家中，拥有全国范围内收单资质的机构共 33 家，区域性收单资质的机构共 28 家。

**“96”费改降低部分费率且促进市场化定价，收单支付行业商业模式大变化。**“96”费率改革将原有的依据行业划分收费标准，改为依据卡种划分费率，并降低了发卡行和清算机构对餐娱类、一般类行业的服务费率，第三方支付公司收单服务实行市场调节价。“96”费改减少第三方支付公司对支付服务费的营收依赖，推动第三方支付公司向综合金融服务平台发展。“96”费改后低费率竞争不可持续，行业费率逐步回升，用户向头部机构集中。自 2018 年 10 月起，拉卡拉等第三方支付机构纷纷上调行业费率，行业低费率竞争告一段落，未来头部机构将通过提供增值服务获取更高费率，行业集中度有望显著提升。

**行业仍处于转型和整合期，利好经营规范的龙头公司。**1) 收单市场将逐步规范，收单支付行业集中度提升。主要原因包括“96”费改通过压缩套利空间进一步规范市场环境，支付备付金 100%缴存使得行业正本清源，回到经营商户为商户服务的路径上去。2) 中小机构未来逐步将出清。支付备付金 100%缴存使得中小支付机构或者支付机构经营困难，未来主动或者被动退出市场。截至到 2018 年 8 月，央行累计注销支付牌照名单已增加到 33 家，注销原因包括：支付业务违规强制注销，支付牌照续展不合格注销，支付公司业务合并注销，停止支付业务主动注销。

**行业从单纯的通道型服务向经营商户转型，商户服务能力成为重中之重。**之前收单机构单纯收取支付服务手续费，商业模式单一，未来商户对增值服务、金融等需求增加，而龙头公司有望借助增值服务提升对优质商户粘性，市场份额有望向头部厂商集中。

**投资建议：重点推荐：浪潮信息、恒生电子、拉卡拉、广联达、视源股份。**

请参阅最后一页的重要声明

## 计算机

维持

买入

石泽葵

shizerui@csc.com.cn

18616092669

执业证书编号：S1440517030001

侯子超

houzichao@csc.com.cn

15216713023

执业证书编号：S1440518110003

发布日期：2019 年 06 月 12 日

### 市场表现



### 相关研究报告

## 第三方支付行业仍处于整合期，利好经营规范的龙头公司

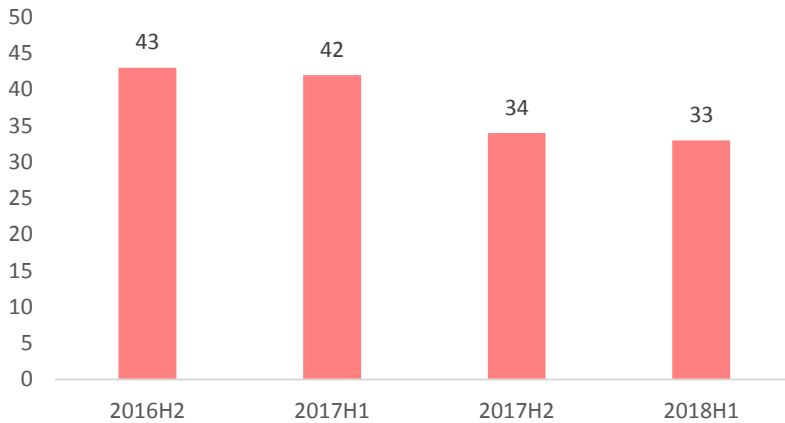
第三方支付行业监管政策持续落地，资质颁发与资金存管要求趋严。设立网联平台直接监管，备付金 100% 集中交存管理。2017 年 8 月，中国人民银行支付结算司下发通知，发起设立网联平台，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理。2018 年 5 月，要求在支付机构和银行积极接入网联平台的基础上，备付金集中存管账户以后将直接在人民银行有关部门开立，专项用于所有支付业务资金清算。2018 年 6 月，中国人民银行办公厅下发通知，要求自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。至此，第三方支付公司的备付金全面纳入央行监管，预期能够有效避免第三方支付机构绕开监管，防范洗钱风险，维持市场合法秩序。

图表1：近年来第三方支付行业监管政策

时间	监管政策	主要内容
2018 年 12 月	《关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》	支付机构应在 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户。
2018 年 6 月	《中国人民银行办公厅关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》	自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。
2018 年 5 月	《支付机构客户备付金集中存管账户试点开办资金结算业务的通知》	在支付机构和银行积极接入网联平台的基础上，备付金集中存管账户以后将直接在人民银行有关部门开立，专项用于所有支付业务资金清算。
2018 年 1 月	《关于对非银行支付机构发起涉及银行账户的支付业务需求进行调研相关文件的通知》	要求支付机构和银行应积极接入网联平台
2017 年 12 月	《条码支付业务规范（试行）》	已开展条码支付业务的银行、支付机构应当全面梳理自身条码支付业务情况（含境内、跨境、境外业务）并形成报告，包括但不限于按年度统计的业务量、产品介绍、业务流程、技术方案、风险管理机制、境内外机构合作情况、资金清算模式、收费标准及利润分配机制、客户权益保护措施、外包服务机构信息及外包范围、以及根据本通知进行自查的情况及整改方案等。
2017 年 8 月	《中国人民银行支付结算司关于将非银行支付机构网络支付业务由直连模式迁移至网联平台处理的通知》	发起设立网联平台，主要处理非银行支付机构发起的涉及银行账户的网络支付业务。2018 年 6 月 30 日起，支付机构受理的涉及银行账户的网络支付业务全部通过网联平台处理。
2017 年 1 月	《中国人民银行办公厅关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户，该账户资金暂不计付利息。人民银行根据支付机构的业务类型和最近一次分类评级结果确定支付机构交存客户备付金的比例，并根据管理需要进行调整。

资料来源：人民银行网站，中信建投证券研究发展部

**牌照颁发暂停并收紧，整治行业乱象。**自 2015 年 4 月起，央行停止颁发第三方支付牌照，并吊销、注销、合并第三方支付业务牌照合计 33 张；2018 年，央行对多家银行、第三方支付公司开出天价罚单，严肃规范第三方支付行业乱象。截止 2019 年年初，支付牌照银行卡收单机构资质的仅剩 61 家；此 61 家中，拥有全国范围内收单资质的机构共 33 家，区域性收单资质的机构共 28 家。

**图表2： 全国性收单牌照数量变化情况**


资料来源：中信建投证券研究发展部

**“96”费改降低部分费率且促进市场化定价，收单支付行业商业模式大变化。**2016年9月6日，国家发改委、中国人民银行共同颁布了《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》，“96”费率改革将原有的依据行业划分收费标准，改为依据卡种划分费率，并降低了发卡行和清算机构对餐娱类、一般类行业的服务费率，第三方支付公司收单服务实行市场调节价。“96”费改降低了餐娱类、一般类商户支付的服务费，预期将会促进该行业商户对POS机的布放，同时减少第三方支付公司对支付服务费的营收依赖，推动第三方支付公司向综合金融服务平台发展。“96”费改后低费率竞争不可持续，行业费率逐步回升，用户向头部机构集中。自2018年10月起，拉卡拉等第三方支付机构纷纷上调行业费率，行业低费率竞争告一段落，未来头部机构将通过提供增值服务获取更高费率，行业集中度有望显著提升。

**图表3： 96费改前后发改委对收单产业链的定价**

分类	银行卡组织网络服务费	发卡行服务费	收单服务费
费改前 餐娱类：餐饮、宾馆、娱乐、珠宝金	0.13%，其中房地产、汽	0.9%，其中房地产、汽车	0.22%，其中房地产、汽车销售封底 10 元
饰、工艺美术品、房地产、汽车销售	车销售封底 10 元	销售封底 60 元	
一般类：百货、批发、社会培训、总	0.08%，其中批发类封顶	0.55%，其中批发类封顶	0.15%，其中批发类封顶 3.5 元
结服务、旅行社及景区门票等	2.5 元	20 元	
民生类：超市、大型仓储式卖场、水	0.04%	0.26%	0.08%
电煤气缴费、加油、交通运输售票			
公益类：公立医院和公立学校	0	0	按服务成本收取
费改后 借记卡	不高于 0.065%，不超过	不高于 0.35%，13 元封	实行市场调节
	6.5 元	顶	
贷记卡		不高于 0.45%，不封顶	

资料来源：公司招股说明书，中信建投证券研究发展部

**第三方支付机构支付备付金 100%上缴，依靠支付备付金的收单机构商业模式亟待转型。**2017 年 1 月，央行首发通知要求自 2017 年 4 月起，央行要求支付机构按 20% 左右的比例上交支付备付金，且备付金不计付利息，2017 年 12 月再发通知要求 2018 年起备付金比例由 20% 提高到 50%。2018 年 6 月，央行规定从 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。2018 年 12 月，央行要求支付机构撤销人民币客户备付金账户。

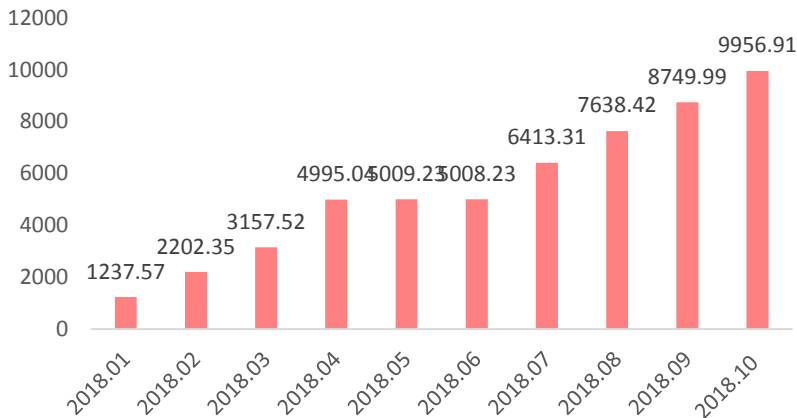
**图表4： 我国第三方支付机构支付备付金上缴政策梳理**

2017 年 1 月	《关于实施支付机构客户备付金集中存管有关事项的通知》	自 2017 年 4 月 17 日起，支付机构应将客户备付金按照一定比例交存至指定机构专用存款账户。首次交存的平均比例为 20% 左右，该账户资金暂不计付利息。 2018 年起支付机构客户备付金集中交存比例将由现行 20% 左右提高至 50% 左右。
2017 年 12 月	《关于调整支付机构客户备付金集中交存比例的通知》	2018 年 2 月至 4 月按每月 10% 逐月提高集中交存比例，支付机构执行新的集中交存比例后，应确保其日终在备付金存管银行存放的客户备付金，不低于当日所有未集中交存客户备付金总额的 50%。
2018 年 6 月	《关于支付机构客户备付金全部集中交存有关事宜的通知》	自 2018 年 7 月 9 日起，按月逐步提高支付机构客户备付金集中交存比例，到 2019 年 1 月 14 日实现 100% 集中交存。
2018 年 12 月	《关于支付机构撤销人民币客户备付金账户有关工作的通知》	支付机构能够依托银联和网联清算平台实现收、付款等相关业务的，应于 2019 年 1 月 14 日前撤销开立在备付金银行的人民币客户备付金账户，

资料来源：中国人民银行，中信建投证券研究发展部

央行对支付备付金的严格规定压缩了第三方支付机构以往依靠支付收款计提利息的盈利模式，对于对支付收款利息依赖严重、规模较小、盈利模式单一的支付机构而言，备付金的上缴使得计息资产缩水，盈利能力变差，在市场中的竞争地位恶化，加速市场出清。截止 2018 年 10 月，支付机构备付金存款已经上升至 9956.91 亿元，支付备付金 100% 上缴引导第三方支付机构回归支付本源、大力开拓创新增值服务带动自身业务能力提升和盈利空间的开拓。

**图表5： 支付机构交存人民银行客户备付金存款:亿元**



资料来源：人民银行官网，中信建投证券研究发展部

行业仍处于转型和整合期，利好经营规范的龙头公司：

- 1) 收单市场将逐步规范，收单支付行业集中度提升。主要原因包括“96”费改通过压缩套利空间进一步规范市场环境，支付备付金 100% 缴存使得行业正本清源，回到经营商户为商户服务的路径上去。
- 2) 中小机构未来逐步将出清。支付备付金 100% 缴存使得中小支付机构或者支付机构经营困难，未来主动或者被动退出市场。截至到 2018 年 8 月，央行累计注销支付牌照名单已增加到 33 家，注销原因包括：支付业务违规强制注销，支付牌照续展不合格注销，支付公司业务合并注销，停止支付业务主动注销。

图表6：收单支付机构牌照被注销情况

序号	许可证号	机构名称	注销日期
1	Z2006633000011	浙江易士企业管理服务有限公司	2015年8月24日
2	Z2007044000012	广东益民旅游休闲服务有限公司	2015年10月8日
3	Z2003731000019	上海畅购企业服务有限公司	2016年1月5日
4	Z2016311000019	北京润京搜索投资有限公司	2016年10月20日
5	Z2004031000014	上海富友金融网络技术有限公司	2017年5月15日
6	Z2007331000014	上海华势信息科技有限公司	2017年5月15日
7	Z2007511000016	资和信网络支付有限公司	2017年5月15日
8	Z2008531000010	上海付费通企业服务有限公司	2017年5月15日
9	Z2017733000017	浙江盛炬支付技术有限公司	2017年5月15日
10	Z2024137000015	易通支付有限公司	2017年5月15日
11	Z2001731000013	杉德电子商务服务有限公司	2017年6月6日
12	Z2009031000013	通联商务服务有限公司	2017年6月6日
13	Z2022333000011	温州之民信息服务有限公司	2017年6月23日
14	Z2009231000011	上海通卡投资管理有限公司	2016年12月20日
15	Z2013731000018	普天银通支付有限公司	2017年6月26日
16	Z2015261000011	西安银信商通电子支付有限公司	2017年6月26日
17	Z2016011000012	北京交广科技发展有限公司	2012年6月26日
18	Z2016511000017	北京中诚信和支付有限公司	2017年6月26日
19	Z2017414000013	山西兰花商务支付有限公司	2017年6月26日
20	Z2017623000010	哈尔滨金联信支付科技有限公司	2017年6月26日
21	Z2018634000015	安徽瑞祥资讯服务有限公司	2017年6月26日
22	Z2018943000011	长沙商联电子商务有限公司	2017年6月26日
23	Z2019353000012	乐富支付有限公司	2017年6月26日
24	Z2019146000014	海南海岛一卡通支付网络有限公司	2017年6月26日
25	Z2019943000019	湖南财信金通电子商务有限责任公司	2018年1月5日
26	Z2020031000010	上海千悦企业管理有限公司	2018年1月5日
27	Z2021343000011	长沙星联商务服务有限公司	2018年1月5日
28	Z2021134000014	合肥新思维商业管理有限责任公司	2018年1月5日
29	Z2022811000012	北京中汇金支付服务有限公司	2018年7月6日
30	Z2023111000017	北京国华汇银科技有限公司	2018年7月6日
31	Z2023734000014	安徽长润支付商务有限公司	2018年7月6日
32	Z2024311000013	永超源支付科技有限公司	2018年7月6日
33	Z2025042000016	湖北蓝天星支付有限公司	2018年7月6日



资料来源: 易观国际, 中信建投证券研究发展部

- 3) **行业从单纯的通道型服务向经营商户转型, 商户服务能力成为重中之重。**之前收单机构单纯收取支付服务手续费, 商业模式单一, 未来思路转变, 需要给商户进行增值、金融等服务, 业务能力不足的厂商必然被淘汰出局。

## 一周行业要闻

**美众议院拟对 Facebook、谷歌等展开反垄断调查。**据报道, 美国众议院计划对 Facebook、谷歌和其他科技巨头进行一次全面审查, 以确定它们是否已经庞大到足以扼杀竞争并损害消费者权益的水平。美国众议院最高反垄断委员会主席西克莱恩表示, 调查不会针对某一家特定的科技公司, 而是集中在“互联网已被破坏”这一广泛的信念上。亚马逊和苹果也可能被纳入该委员会的早期调查中。

**苹果 WWDC 全程回顾: iTunes 退役, 苹果第五大系统诞生。**北京时间 6 月 4 日凌晨, 一年一度的 WWDC 2019 发布会在圣何塞 McEnery 会议中心举行。本次发布会上, 苹果原有的四大系统 (Mac OS、iOS、tvOS、Watch OS) 都迎来了更新。不仅如此, 苹果还给 iPad 带来了独立的系统, 苹果第五大系统自此诞生。

**AMD 宣布与三星电子达成授权协议。**6 月 4 日消息, 据路透社报道, 芯片制造商 AMD 宣布与三星电子达成协议, 这有助于其更好地与英伟达竞争。作为多年合作伙伴关系的一部分, AMD 将把其定制图形知识产权授权给三星, 以供后者在包括智能手机在内的移动设备上使用, 而三星则将向 AMD 支付技术许可费和专利使用费。这两家公司都没有披露协议的条款。

**机构预计五年内通信芯片市场份额超越计算机芯片。**第三方半导体市调机构 IC Insights 发布报告称, 通信芯片的市场份额从 1998 年的 18.5% 上升至 2018 年的 36.4%, 其在 2013 年首次超过计算机的市场份额, 但伴随 2017 年和 2018 年存储市场的崛起, 计算机芯片的市场份额再次领先通信。然而, 市场预计今年全球存储市场规模下降 30%, 通信的市场份额有望再次超过计算机, 并持续至 2023 年。

**SAP 证实其云平台今年 9 月将落地阿里云。**在首届 SAP 中国云大会上, 德国老牌软件企业 SAP 宣布 SAP Commerce Cloud (电商云) 正式落地中国。SAP 全球高级副总裁、中国总经理李强透露, SAP 的云平台将于今年 9 月落地阿里云。

**全球 5G 标准专利声明 中国企业占比超 30%。**6 月 5 日工信部方面消息, 我国 5G 已经具备商用基础, 商用牌照将于近期发放, 这意味着我国正式进入 5G 商用元年。5G 标准是全球产业界共同参与制定的统一国际标准。截至 2019 年 5 月, 在全球 20 多家企业的 5G 标准必要专利声明中, 我国企业占比超过 30%, 位居首位。

## 一周重要公告

**【能科股份:2018 年年度权益分派实施公告】**向全体股东每股现金红利 0.04047 元(含税);不转增不送股;除权除息日为 2019 年 6 月 12 日。

**【中新赛克:2018 年度分红派息公告】**向全体股东每 10 股派发现金红利 6.50 元(含税);不送红股,不以公积金转增股本;除权除息日为 2019 年 6 月 13 日。

**【达华智能:关于延期回复深圳证券交易所年报问询函的公告】**经向深圳证券交易所申请,公司将延期回复《问询函》。

**【苏州科达:2018 年度权益分派实施公告】**每股现金红利 0.1 元;每股转增股份 0.4 股;除权除息日为 2019 年 6 月 6 日。

**【视源股份:关于使用募集资金向子公司实缴注册资本并增资的公告】**以公开发行可转换公司债券(以下简称“可转债”)募集资金 1.58 亿元实缴公司此前认缴的子公司“广州视臻”、“合肥视源”、“苏州视源”和“西安视源”四个可转债募投项目实施主体的注册资本,并使用可转债募集资金合计 7.69 亿元和自筹资金合计 3.63 万元对子公司分别进行增资,用于实施本次可转债募投项目。

**【视源股份:重大资产重组实施进展公告】**2019 年 6 月 5 日,公司拟回购注销 2017 年和 2018 年限制性股票,总股本由 655,845,340 股减至 655,659,580 股,变更公司注册资本及修订公司章程事宜尚需 2019 年第一次临时股东大会审议。

**【远光软件:2018 年度权益分派实施公告】**向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元(含税);不转增不送股;除权除息日为:2019 年 6 月 14 日。

**【GQY 视讯:2018 年度权益分派实施公告】**向全体股东每 10 股派 0.236000 元人民币现金(含税);不转增不送股;除权除息日为:2019 年 6 月 13 日。

**【中科信息:2018 年度权益分派实施公告】**向全体股东每 10 股派 0.500000 元人民币现金（含税）；不转增不送股；除权除息日为：2019 年 6 月 14 日。

**【科大国创:持股 5%以上股东减持股份 6%公告】**公司持股 5%以上股东上海雅弘股权投资基金中心(有限合伙)原减持计划期限届满，现计划自本公告之日起三个交易日后的六个月内通过集中竞价交易、大宗交易或协议转让等法律法规允许的方式减持不超过 14,354,000 股公司股份，即减持比例不超过公司总股本的 6%。

**【运达科技:关于实际控制人及其一致行动人减持股份预披露公告】**合计持本公司股份 13,271,232 股（占总股本剔除公司回购专用账户中的股份数量后的股本比例 3.0055%）的实际控制人何鸿云先生及其一致行动人“知创永盛”计划在本减持计划预披露公告发布之日起 15 个交易日后的 180 个自然日内（窗口期不减持）以集中竞价方式合计减持不超过本公司股份 3,317,808 股（占总股本剔除公司回购专用账户中的股份数量后的股本比例 0.7514%）。

**【绿盟科技:2018 年度权益分派实施公告】**向全体股东每 10 股派发现金红利 0.60 元（含税）；除权除息日为：2019 年 6 月 14 日。

**【熙菱信息:关于公开发行可转换公司债券申请获得中国证监会核准批复的公告】**公开发行可转换公司债券申请获证监会核准批复。

---

## 风险提示

行业整体基本面回暖低于预期；云计算服务市场拓展进程低于预期；自动驾驶汽车上市时间及产销量低于预期；医疗信息化下游需求低于预期。



## 分析师介绍

**石泽葵**：TMT 行业分析师，执业证书编号：S1440517030001。香港中文大学电子工程硕士，专注于产业互联网、信息安全、云计算、人工智能等领域的研究，2017 年初加入中信建投证券。2017 年《新财富》、《水晶球》、wind 最佳分析师通信第一名团队成员。

**侯子超**：计算机行业分析师，上海交通大学软件工程学士、金融学硕士，专注于人工智能、云计算、互联网医疗、信息安全等领域研究。

## 研究服务

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

### 创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859