

2019年07月12日

看好

关注领军公司现金流高增

——计算机行业 2019 年半年报业绩前瞻

相关研究

"中台正崛起，十年云成长——2019H2 云计算行业深度" 2019年7月9日
 "中报前瞻！但选利润表高增就够了吗？ - 计算机行业周报 20190701-20190707" 2019年7月8日

证券分析师

刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com
刘畅 A0230516090003
liuchang@swsresearch.com

研究支持

黄忠煌 A0230117070006
huangzh@swsresearch.com
洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
宁柯瑜 A0230118070014
ningky@swsresearch.com

联系人

蒲梦洁
(8621)23297818×转
pumj@swsresearch.com

本期投资提示：

- 我们对重点跟踪的 41 家计算机上市公司 2019 半年度净利润的预测如下：
- 增速高于 50% 的公司有 8 家：会畅通讯 (300%)、用友网络 (150%)、新国都 (133%)、恒生电子 (116%)、航天信息 (115%)、浪潮信息 (115%)、创业慧康 (92%)、易华录 (60%)。
- 增速在 30-50% 的公司有 11 家：紫光股份 (40%)、宝信软件 (40%)、中科创达 (40%)、卫宁健康 (40%)、上海钢联 (39%)、千方科技 (33%)、拉卡拉 (33%)、同花顺 (30%)、新大陆 (30%)、苏州科达 (30%)、泛微网络 (30%)。
- 增速在 0-30% 的公司有 15 家：中科曙光 (25%)、恒华科技 (25%)、科大讯飞 (23%)、东方财富 (21%)、华宇软件 (20%)、大华股份 (15%)、东方国信 (15%)、广电运通 (14%)、赢时胜 (13%)、石基信息 (12%)、汉得信息 (12%)、东华软件 (10%)、超图软件 (10%)、太极股份 (4%)、美亚柏科 (1%)。
- 增速 -20%-0 的公司有 4 家：广联达 (-4%)、海康威视 (-4%)、中国软件 (-10%)、新北洋 (-10%)。
- 增速低于 -30% 的公司有 3 家：四维图新 (-31%)、深信服 (-51%)、德赛西威 (-67%)。
- 预计 2019 中报计算机行业利润表非常平淡。一个原因是 2018 年基数。2017 是计算机行业基数较低的年份，因此 2018Q1-Q3 收入、利润高增，2018 年计算机行业投资也较为简单。伴随 2018 较高的收入基数，2019 年计算机行业利润表增速平淡。
- 云计算连续两年赚钱效应明显。SaaS 方面，恒生电子、用友网络、泛微网络分别开始从概念期导入业绩兑现期，石基信息、金蝶国际等因为 2017-2018 积累较大涨幅，2019 年至今表现相对较弱。IaaS 方面，宝信软件、浪潮信息为 BATH 基础设施投入直接受益标的，涨幅均大于 50%。医疗信息进增长较为确定。预计创业汇康净利润增速达到 92%、卫宁健康增长达到 40%。支付公司增长稳定。第三方支付行业流水增速稳定预计未来三年均能保持 21% 左右增长。新股都并表影响利润超出预期净利润增长达到 133%，拉卡拉、新大陆净利润增速分别为 33% 和 30%。
- 利润表实际是最后应该关注的，应该先观察资产负债表和现金流量表，一线公司十分乐观！例如海康威视、启明星辰、广联达、新大陆、德赛西威、宝信软件等的机会。2017、2018 年分别为计算机行业利润表增长差、增长较快的年份，2019 年可以概括为“利润表较慢、优化资产负债表、因而现金流较乐观”的年份。
- 维持行业“看好”评级，关注各主线重要公司。1) 核心配置：航天信息/宝信软件/卫宁健康/恒生电子/东方财富/深信服/用友网络/浪潮信息/中科曙光等；2) 成长领军：德赛西威/汉得信息/纳思达/新北洋/启明星辰/上海钢联/拉卡拉/新大陆/广电运通/新国都/广联达/赢时胜等。3) 近期深度报告推荐超图软件。



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

维持行业“看好”评级，关注各主线重要公司。1) 核心配置：航天信息/宝信软件/卫宁健康/恒生电子/东方财富/深信服/用友网络/浪潮信息/中科曙光等；2) 成长领军：德赛西威/汉得信息/纳思达/新北洋/启明星辰/上海钢联/拉卡拉/新大陆/广电运通/新国都/广联达/赢时胜等。3) 近期深度报告推荐超图软件。

原因及逻辑

利润表实际是最后应该关注的，应该先观察资产负债表和现金流量表，一线公司十分乐观！2017、2018 年分别为计算机行业利润表增长差、增长较快的年份，2019 年可以概括为“利润表较慢、优化资产负债表、因而现金流较乐观”的年份。

云计算连续两年赚钱效应明显。SaaS 方面，恒生电子、用友网络、泛微网络分别从概念期导入业绩兑现期。IaaS 方面，宝信软件、浪潮信息为 BATH 基础设施投入直接受益标的，涨幅均大于 50%。医疗信息增长较为确定，政策护航。预计创业汇康净利润增速达到 92%、卫宁健康增长达到 40%。支付行业公司增长稳定，龙头集中度提升显著。第三方支付行业流水增速稳定预计未来三年均能保持 17%左右增长。

有别于大众的认识

市场认为 A 股计算机行业应主要看主题概念或利润增速。趋势投资、成长投资已分别受困于低命中率、透支资产负债表（例如开发支出资本化、应收款项、存货高企）。2) 2015-2018 年计算机多领军已经 FCF 快速增长，尤其 2018 年出现较多数亿元现金流入的公司，可更多依靠现金流折现。

目录

1.关注资产负债表和现金流量表，一线公司十分乐观！	5
1.1 云计算连续两年体现赚钱效应，SaaS 公司表观为现金流改善，实质是商业模式变好	7
1.2 医疗信息化如火如荼为未来 PBM+DRGS 基础！	8
1.3 支付行业进入战略 2.0	9

图表目录

图 1: Adobe 云转型后 FCF 显著改善 (单位: 亿美元)	8
图 2: PBM 商业模式中, 通过费用控制产生差价, 再获取利润.....	9
图 3: 银行收单市场规模稳步扩大, 年复合增速超 17%.....	9
图 4: 从科技赋能商户最终反哺 C 端市场	10
表 1: 截至 7 月 5 日的计算机中报预测 (单位: 百万元, %)	5
表 2: 计算机重点公司估值表	11

1.关注资产负债表和现金流量表，一线公司十分乐观！

预计 2019 年还是一线，二线，三线快速分化的年份，因为很多公司股权变更。即使利润表增长平淡，一线公司自由现金流应该快速增长（15-18 年很多核心公司 fcf cagr 50%！）。

首先，大家关注计算机中报前瞻，收入、利润与说明如下。预计 2019 中报计算机行业利润表非常平淡。以沪深 300、创业板指为核心覆盖（同时也是申万宏源计算机核心覆盖），综合考虑可预测的投资收益、2019Q1 收入利润、2018H1 情况、资产负债表情况，预测 2019H1 当前收入与利润如表 1。可以发现，2019 年计算机行业中报较为平淡，一个原因是 2018 年基数。2017 是计算机行业基数较低的年份，因此 2018Q1-Q3 收入、利润高增，2018 年计算机行业投资也较为简单。

伴随 2018 较高的收入基数，2019 年计算机行业利润表增速平淡。

其次，利润表实际是最后应该关注的，应该先观察资产负债表和现金流量表，一线公司十分乐观！例如海康威视、启明星辰、广联达、新大陆、德赛西威、宝信软件（申万宏源通信）等的机会。

2017、2018 年分别为计算机行业利润表增长差、增长较快的年份，2019 年可以概括为“利润表较慢、优化资产负债表、因而现金流较乐观”的年份。2018Q4 我们发现基本面领军在“降低薪酬增速、资产减值损失较多、优化应收款和存货”。

2019Q1 基本面领军在“经营现金流高增”，即前述优化资产负债表直接体现在经营现金流上，预计 2019 中报会继续演绎这个趋势。此处未使用自由现金流代替经营现金流的原因是：CAPEX 的季度投入不均匀。

如果只考察利润表、未考察经营现金流，会错过发现 海康威视、启明星辰、广联达、新大陆、德赛西威、宝信软件（申万宏源通信）等的机会。

出现这种情况，与计算机上市公司出现“基本面一线优化经营质量、第二名企业利润表高增但可能有股权行为、三线公司主题投资”的分化有关，这一趋势在 2019 年尤为明显。

表 1：截至 7 月 5 日的计算机中报预测（单位：百万元，%）

代码	名称	2019H1 收入预测	增速	2019H1 利润预测	增速	备注
300578.SZ	会畅通讯	271	140%	65	300%	并表带来的业绩增长，参考意义不大；内生部分的增长估计在 15%左右
600588.SH	用友网络	3517	17%	309	150%	半年报高增主要输 18Q1 亏损基数影响。产业角度，Q2 安可相关订单落地多，但是确守收入预计在 2019H2 多。

300130.SZ	新国都	1794	101%	138	133%	预计嘉联支付 1.2 亿利润 去年 8 千万元左右 浙江中正打平 小程序下滑 海外 POS 增长
600570.SH	恒生电子	1544	13%	648	116%	预测 19Q2 扣非 10%增, 19Q2 利润 2.5 亿元.预计科创板增量计入 H2。 不确定主要为持有交易性金融资产产生的公允价值变动。 Q1 中油资本产生公允价值变动收益 4.78 亿, 扣非后一季度净利润下滑 47.56%。预计 Q2 扣非下滑 25%, Q4 扣非增长。 由于中油资本 Q2 下跌约 10%, 预计投资损失 1 亿元
600271.SH	航天信息	15753	1%	812	115%	Q2 为服务器出货历史高点, 利润弹性极大。 18 年业务调整, 基数较低影响。19 年数据湖规模落地年, 不确定较高。
000977.SZ	浪潮信息	22986	20%	421	115%	紫光利润不确定的原因是有大量的内部冲抵, 非常大额, 无法预测
300212.SZ	易华录	1518	20%	174	60%	紫光利润不确定的原因是有大量的内部冲抵, 非常大额, 无法预测
000938.SZ	紫光股份	26932	20%	1026	40%	智能汽车操作系统定制化和 KANZI 持续高增 预测 Q2 利润增长 30%
600845.SH	宝信软件			414	40%	预计 2019 全年业绩 40%增长, 但是由于回款季节性, 单二季度增速不确定
300496.SZ	中科创达	734	27%	85	40%	预测: 受博泰业务整合影响, 18 年二季度收入增速较低, 利润增速高, 19 年开始整合完成, 主要靠医疗驱动, 收入和净利润增速逐渐匹配
300226.SZ	上海钢联	54847	23%	84	39%	ITS 业务上半年平稳, 安防行业数据回暖预计宇视保持中速增长
300253.SZ	卫宁健康	684	25%	166	40%	一季度扣非增长接近 48%
300451.SZ	创业慧康	659	25%	83	35%	上半年股权激励费用影响 实际 40%增长 在 30pct 的利润增速中, 约有 10pct 是由于股权激励费用下降贡献的
002373.SZ	千方科技	3479	21%	382	33%	受到后周期影响, 增速比之前放缓
300033.SZ	同花顺	691	22%	248	30%	
000997.SZ	新大陆	3102	22%	439	30%	
603660.SH	苏州科达	1183	20%	119	30%	
603039.SH	泛微网络	501	25%	47	30%	
603019.SH	中科曙光	4257	25%	183	25%	
300365.SZ	恒华科技	607	30%	91	25%	
002230.SZ	科大讯飞	4398	37%	161	23%	
300059.SZ	东方财富	811	14%	676	21%	第二季度 两融行业同比下滑 4% 经纪业务 30-40%增长
300271.SZ	华宇软件	1315	32%	258	20%	
002236.SZ	大华股份	11482	17%	1244	15%	Q1 增速不低, Q2 预期因为几个项目大单落地使业绩保持较高增速
300166.SZ	东方国信	695	20%	122	15%	
002152.SZ	广电运通	2649	25%	392	14%	二季度加速
300377.SZ	赢时胜	337	10%	86	13%	
002153.SZ	石基信息	1545	23%	229	12%	云海外突破刺激收入
300170.SZ	汉得信息	1575	20%	174	12%	预计收入快于利润, 实际需求饱满

002065.SZ	东华软件	3655	17%	367	10%	
300036.SZ	超图软件	498	-10%	43	10%	
002368.SZ	太极股份	2966	10%	21	4%	安可集成项目 Q2 占比较高, 影响利润率。
300188.SZ	美亚柏科	578	20%	40	1%	上半年业绩占比低, 参考性低。7~8 月是关键, 全年景气度可大大致判断。
002439.SZ	启明星辰	888	20%	-32	--	市场关注 H1 的收入, 下半年看利润。预测 Q2 利润增速约 30%
002410.SZ	广联达	1266	20%	141	-4%	2019 造价云转型进入深水区, 预计到年底预收款达到 10 亿规模, 影响到表观利润增长。
002415.SZ	海康威视	23381	12%	3981	-4%	主要受到海外增速下滑拖累, 国内政府端 Q2 需求回暖
600536.SH	中国软件	2296	50%	-204	-10%	
002376.SZ	新北洋	1106	-4%	157	-10%	Q2 物流客户仍处于调整期, 预计利润表平淡; Q3 智慧柜员机开始出货, 确定性向上拐点。
002405.SZ	四维图新	1040	5%	113	-31%	(1) 上半年车市持续低迷, 导航电子地图业务受汽车销量影响; (2) 后装市场持续萎缩杰发 IVI 芯片业务有压力而且新品 MCU 芯片尚在拿单期
300454.SZ	深信服	1438	22%	58	-51%	一季度亏损较大, 二季度虽然正向盈利, 但是 H1 计算后仍亏损, 主要由于 H1 股权激励费用和招人成本, 去年招人是 18Q3 开始计算薪酬, 所以 H1 表现是同比下滑, 属于正常情况
002920.SZ	德赛西威	2374	-17%	95	-67%	收入根据德赛西威配套车系销量跟踪计算得出, 利润主要收车市低迷、毛利下降、研发费用影响; 考虑到投资收益、政府补助和所得税的减少, 归母净利润可能在-80%增速上有上升空间, 但上限预计在-58%左右。

资料来源: Wind,申万宏源研究

1.1 云计算连续两年体现赚钱效应, SaaS 公司表现为现金流改善, 实质是商业模式变好

中台崛起是 2019 年最重要行业趋势, 崛起有两大催化剂: 虚拟化、SaaS 成熟

从中报业绩来看 SaaS 方面, 恒生电子 (116%)、用友网络 (105%)、泛微网络 (30%) 分别开始从概念期导入业绩兑现期。IaaS 方面, 浪潮信息 (115%)、宝信软件 (40%) 为 BATH 基础设施投入直接受益标的。

技术角度: 虚拟化技术不断进步, 2018 年容器技术逐渐成熟, 使得中台架构成为可能。容器能够高效利用系统资源 (相同的硬件可以创建的容器数量是虚拟机的 4-6 倍), 容器或替换虚拟机成为主流的软件应用承载模式。

产业角度: 2017H2 阿里云开始基础设施投入, 2018 用友网络等 SaaS 应用落地, 2019 年 SaaS 应用扩展带来架构升级需求。

业务和组织模式变化: 从慢到快, 赋能一线快速试验/试错/创新;

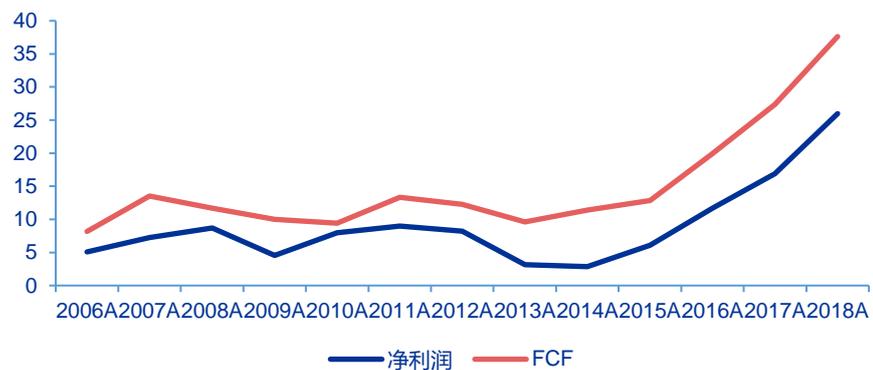
产品涉及理念变化: 以客户为中心, 坚持开放融合和整体价值;

架构变化: 从一体化架构转变为服务能力架构, 从面向功能流程到面向数据;

个性化方式变化: 从简单定制化开发, 转变为基于标准化平台和个性化模块的产品输出方式。

赢家通吃: SaaS 公司表现为现金流改善, 实质是商业模式变好。具体的扣非利润、FCF, 美国科技与中国消费, 有类似特征。如果国内 SaaS 公司云化成功, 财务特性会相似。商业模式变好原因之一: 扩大的用户基础。商业模式变好原因之二: 订阅费使用成本降低、迁移成本提高带来的高用户粘性。

图 1: Adobe 云转型后 FCF 显著改善 (单位: 亿美元)



资料来源: Bloomberg, 申万宏源研究

推荐: 宝信软件 (IDC 一线核心资源向二线拓展, 订单景气叠加钢铁信息化预期兑现)、恒生电子 (新一代分布式服务开发平台, 持续输出 AI 能力渗透金融全行业)、石基信息 (持续签约关键客户, 平台级技术解决方案新亮相)、用友网络 (A 股管理软件核心资产, “鲲鹏计划”体现平台化决心)、浪潮信息 (IDC 一线核心资源向二线拓展, 订单景气叠加钢铁信息化预期兑现)。

1.2 医疗信息化如火如荼为未来 PBM+DRGS 基础!

- 1) 政策背景明确: 2018 年医保局成立后权责明确, 指向为优化医保支付政策频出。
- 2) 优化路径明确: 从总额预付到 DRGs。
- 3) DRGs 控费对医疗机构信息化水平提出较高要求: 建立 DRG 分组规则与控费需要医疗机构建立可追溯、标准的信息基础平台, 对应《电子病历》要求约为五级, 然而目前平均水平约为 1-2 级, 仍有极大建设空间。

图 2：PBM 商业模式中，通过费用控制产生差价，再获取利润



资料来源：上市公司官网、申万宏源研究

推荐：卫宁健康、创业慧康。预计 2021 估值可被增速消化。**卫宁健康：**创新业务经历 15-18 的 4 年布局，将在 2019 年开始收入高增。预计 2021 年 PE 为 19.62 倍。**创业慧康：**创新业务健康中山项目每年产生约 2000 万元以上运营收入，且未来几年运营平台数将增加。预计 2021 年 PE 为 18.88 倍。

1.3 支付行业进入战略 2.0

1) 政策监管有利领军公司：打击一机多户、套码等一系列灰产实际利好龙头公司，商户和代理商更愿意选择口碑及平台型服务商。以行业第二名拉卡拉为例市占率从 2017 年的 2%快速提升至 4.5%，同理新大陆、新国都流水大幅增长。

2) 线下银行卡收单规模不断扩大线下消费市场增长为主要动力

图 3：银行收单市场规模稳步扩大，年复合增速超 17%

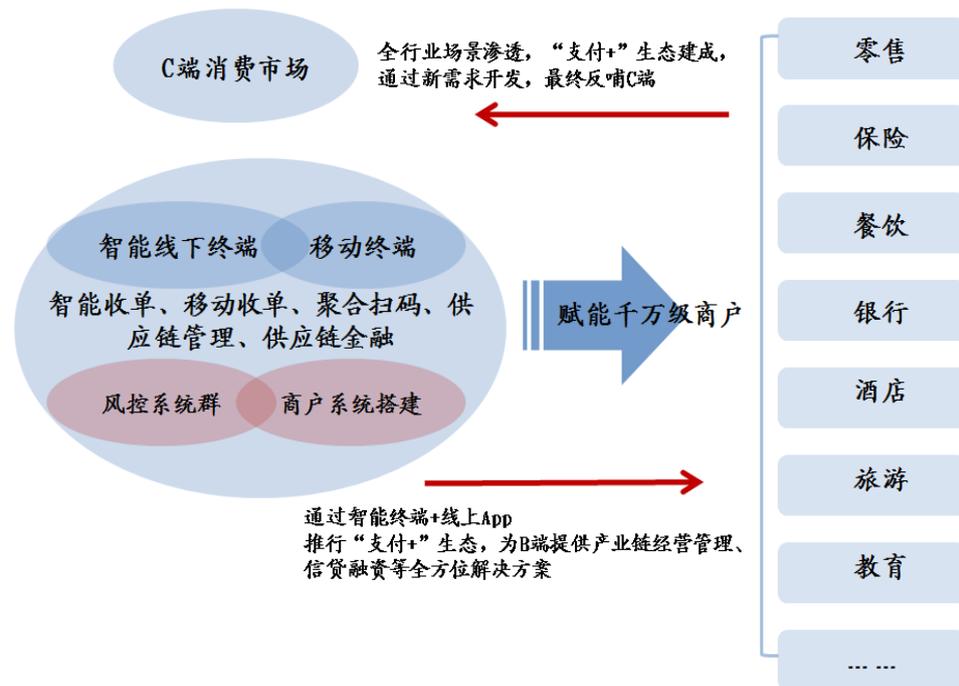


资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

2) 不仅仅是支付，战略进入 2.0：三方公司收入核心依旧是手续费分成，值得注意的是创新业务 2019 年开始进入爆发，新国都创新业务预计从 15%占比提升至 35%，新大陆 2018 放贷余额接近 17 亿元，预计 2019 实现翻倍；拉卡拉助贷、积分购、会员服务上半年预计高增。

拉卡拉是国内第三方支付行业龙头，专注于为实体小微企业提供收单服务及个人提供支付业务。拉卡拉为首批获得全支付牌照的企业，目前正完善国内综合普惠金融科技平台建设，打造支付行业共生系统。公司 2016 至 2018 年实现营收 25.60、27.85、56.79 亿元，同比增长 61.17%、8.80%、103.91%；2016 年至 2018 年净利润为 3.26、4.64、6.06 亿元，同比增长 164.17%、42.24%、30.60%。公司目前、核心战略以商户收单为重点推进业务，其余业务借助收单业务的线下优势进行支付领域深化布局，实现商户赋能。

图 4：从科技赋能商户最终反哺 C 端市场



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

推荐：拉卡拉、新大陆、新国都。预计新国都 2019 年上半年净利润 1.39 亿元同比增长 133%，预计全年净利润 3.9 亿同比增长 57%。预计拉卡拉 2019 年上半年净利润 3.75 亿元同比增长 33%，预计全年净利润 8 亿元同比涨 34%。预计新大陆 2019 年上半年净利润 4.38 亿元同比增长 20%-30%，预计全年净利润 7.5 亿元同比增长 27%。

表 2: 计算机重点公司估值表

证券代码	证券简称	2019/7/11	2019/7/11	PB		EPS		PE	
		收盘价(元)	总市值 (亿元)	2018A	2018A	2019E	2020E	2019E	2020E
600271.SH	航天信息	22.25	414	3.83	0.87	1.09	1.33	20	17
300454.SZ	深信服	97.38	393	11.68	1.55	1.77	2.26	55	43
600570.SH	恒生电子	65.21	524	15.41	1.04	1.09	1.40	60	46
002153.SZ	石基信息	33.34	356	4.31	0.43	0.51	0.62	65	53
600588.SH	用友网络	25.25	628	10.78	0.32	0.34	0.44	74	57
002376.SZ	新北洋	11.45	76	2.43	0.58	0.78	1.01	15	11
002920.SZ	德赛西威	24.64	136	3.47	0.76	0.77	0.93	32	27
002439.SZ	启明星辰	27.13	243	6.93	0.63	0.78	0.97	35	28
002415.SZ	海康威视	27.01	2,525	7.51	1.23	1.43	1.75	19	15
300170.SZ	汉得信息	12.36	110	3.67	0.44	0.54	0.68	23	18
000997.SZ	新大陆	16.04	167	3.00	0.58	0.75	0.96	21	17
002152.SZ	广电运通	6.51	157	1.81	0.28	0.38	0.49	17	13
002410.SZ	广联达	33.08	373	12.35	0.39	0.42	0.55	79	60
600845.SH	宝信软件	28.06	264	5.01	0.8	0.79	0.98	36	29
002368.SZ	太极股份	27.00	112	4.03	0.78	0.96	1.22	28	22
002180.SZ	纳思达	21.08	224	4.46	0.89	1.17	1.65	18	13
300188.SZ	美亚柏科	16.76	135	5.07	0.38	0.48	0.64	35	26
300523.SZ	辰安科技	31.41	73	5.19	0.94	1.02	1.36	31	23
603019.SH	中科曙光	34.48	310	8.59	0.67	0.72	1.06	48	33
002912.SZ	中新赛克	92.40	99	8.09	1.92	2.70	3.74	34	25
300130.SZ	新国都	15.51	74	3.44	0.52	0.71	0.89	22	17
000606.SZ	顺利办	5.73	44	1.54	0.12	0.55	0.73	10	8
300226.SZ	上海钢联	71.70	114	11.59	0.76	1.48	2.32	48	31
300059.SZ	东方财富	12.94	869	4.40	0.19	0.24	0.33	53	39
002153.SZ	石基信息	33.34	356	4.31	0.43	0.51	0.62	65	53

300384.SZ	三联虹普	17.75	56	3.37	0.35	0.67	0.90	26	20
300078.SZ	思创医惠	9.86	80	3.61	0.18	0.26	0.34	39	29
300253.SZ	卫宁健康	14.10	229	6.96	0.19	0.26	0.36	54	40
002065.SZ	东华软件	6.64	207	2.22	0.26	0.29	0.35	23	19
300550.SZ	和仁科技	29.18	34	6.21	0.5	0.69	1.02	42	29
300451.SZ	创业软件	14.64	107	4.51	0.44	0.38	0.49	38	30
300168.SZ	万达信息	12.13	133	3.67	0.21	0.40	0.46	31	27
002777.SZ	久远银海	25.03	56	5.67	0.69	0.69	0.93	36	27
002920.SZ	德赛西威	24.64	136	3.47	0.76	0.83	1.26	30	20
002405.SZ	四维图新	14.00	275	3.82	0.37	0.23	0.28	62	51
002230.SZ	科大讯飞	32.78	686	8.40	0.26	0.41	0.62	81	53
300033.SZ	同花顺	90.10	484	15.26	1.18	1.73	2.26	52	40
002410.SZ	广联达	33.08	373	12.35	0.39	0.42	0.55	79	60
000977.SZ	浪潮信息	23.08	298	3.33	0.51	0.71	1.03	33	22
600845.SH	宝信软件	28.06	264	5.01	0.8	0.79	0.98	36	29
000034.SZ	神州数码	12.50	82	2.16	0.78	0.98	1.19	13	10
603039.SH	泛微网络	66.44	101	13.74	1.14	1.01	1.30	66	51
300036.SZ	超图软件	15.62	70	3.68	0.37	0.50	0.64	31	24
002236.SZ	大华股份	14.37	431	3.39	0.87	0.99	1.24	15	12
600570.SH	恒生电子	65.21	524	15.41	1.04	1.09	1.40	60	46
300377.SZ	赢时胜	10.60	79	2.95	0.24	0.37	0.47	29	22
300496.SZ	中科创达	28.97	117	7.65	0.41	0.57	0.77	51	38
002373.SZ	千方科技	17.14	255	3.15	0.54	0.67	0.84	26	20
600741.SH	华域汽车	22.61	713	1.50	2.55	2.36	2.53	10	9

资料来源：Wind、申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。