

中小市值主题精选系列之拓尔思

——拓尔思 (300229): 非结构化应用先锋 倒金
字塔需求引爆市场

2013年07月01日

 强烈推荐/首次
拓尔思

报告摘要:

- 非结构化技术壁垒和应用资源积累构筑云服务的两大核心护城河。**公司主要核心技术优势是海量信息处理和中文语义理解,基于自主核心软件技术的TRS大数据一体机与TRS SMAS模式开启了软硬一体化、软件服务云化商业模式的先锋;下游70%为政府客户资源,在智慧城市大背景下客户渠道优势明显;企业应用层面国内蓝海市场竞争格局缓和。
- 大数据技术及服务空间巨大,应用拓展及整合是成长主基调。**大数据的应用目前仍处于早期阶段,我国底层数据层级割据是主要制约,传统企业的应用则需要较高的教育成本。IDC预测中国大数据技术与服务市场将会从2011年的7760万美元快速成长到2016年的6.16亿美元,市场空间增长近7倍,未来5年的复合增长在50%以上。竞争对手IBM和ORACLE主要是在结构化、收购的公司在国内应用并不好。基于相对蓝海的市场格局公司的成长路径可以归纳为:凭借底层技术巩固高端客户的原有(企业搜索、内容管理软件)基础形成稳定现金流;并进一步沿着大数据、云计算、移动互联网和社会化计算四大技术应用方向进行下游渗透——主要是通过攻克行业领军企业,来进行市场教育、引导拓展;与此同时通过应用层面的战略性收购实现市场集中度的提升,并最终形资本收购成长路径。
- 政府换届影响逐步消除、费用趋稳、激励成为业绩触发因素。**公司12年业绩受到政府换届影响较大,政府事业渠道12年收入仅增长不到5%,总营收的三成是直接企业客户,同比增长16.44%。今年下游客户行业分布的进一步扩大,抗周期能力有所加强;随着公司语音的搜索识别课题项目的申请和企业应用产品的研发升级,研发相对费率或将保持高位稳定。公司具备较强的股权激励复兴动力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预测公司13-14年的EPS分别为0.5和0.61元,对应PE分别为36倍和29倍,给予“强烈推荐”的投资评级。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	191.1	210.8	264.4	330.5	405.4
增长率(%)	29.4%	10.2%	25.4%	24.9%	22.7%
净利润(百万元)	73.39	73.72	100.9	123.5	151.4
增长率(%)	21.7%	0.45%	36.8%	22.3%	22.6%
净资产收益率(%)	9.85%	9.30%	11.4%	12.4%	13.3%
每股收益(元)	0.70	0.36	0.49	0.61	0.74
PE	27.03	52.35	38.25	31.25	25.49
PB	3.05	4.87	4.37	3.88	3.41

高坤

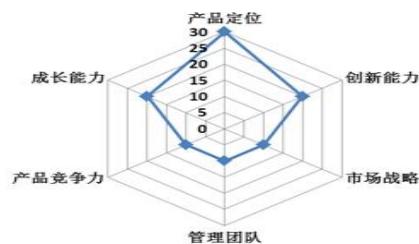
010-66554016

gaokun@dxzq.net.c

执业证书编号:

S14805111100C

六位评价体系之服务业图



所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材:

大数据、信息安全

东兴分类:

大科技

核心护城河、商业模式概括

- 技术优势是海量信息处理和中文语义理解
- 智慧城市背景下客户渠道优势明显;企业应用层面处于蓝海市场格局
- 资本先发引致的应用层收购契机

52周股价走势图



目录

1.核心护城河.....	3
2.成长路径、运营模式：.....	3
2.1 我国大数据行业格局决定公司三层产品路径	3
2.2 渠道拓展或是公司目前下游应用的短板	4
3.行业供需分析、市场空间：.....	5
3.1 大数据市场	6
3.2 下游客户分类需求	7
4.六位评价体系应用：	8
5.解禁、业绩雷区风险：	9
6.业绩亮点及预测：	10

表格目录

表 1:公司主要产品明细	4
表 2: 股权激励计划剩余的 348.7125 万份股票期权产生的费用、万	9
表 3: 大数据概念公司估值对比.....	10

插图目录

图 1:公司收入及利润年度变化趋势	3
图 2: 公司产品收入年度变化	4
图 3: 公司行业分布变化趋势	4
图 4: 公司销售费率、管理费率年度变化趋势	5
图 5: 我国供应链金字塔层级	6
图 6: 我国大数据技术与服务市场空间预测	7
图 7: 大数据应用的市场驱动因素	7
图 8: 大数据市场的产品需求	7
图 9: 2012 年百大舆情事件类型分布	8
图 10: 2007-2012 年公司应收账款收入占比及周转效率变化趋势	9

1. 核心护城河

- 主要核心技术优势是海量信息处理和中文语义理解（具备较强的外资屏蔽性），基于自主核心软件技术的 TRS 大数据一体机与 TRS SMAS 模式开启了软硬一体化、软件服务云化商业模式的先锋
- 下游 70% 为政府客户资源，在智慧城市大背景下客户渠道优势明显；企业应用层面国内蓝海市场竞争格局缓和。
- 市场格局分散度极高背景下资本先发引致的应用层收购契机。

2. 成长路径、运营模式：

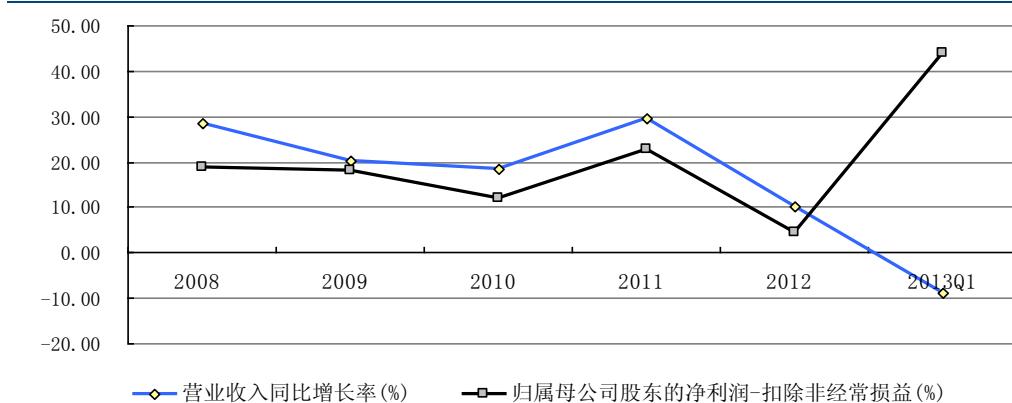
2.1 我国大数据行业格局决定公司三层产品路径

公司自身还是技术导向，非结构化领域单击此处输入文字。尚未形成技术垄断，IBM 和 ORACLE 主要在结构化、收购的公司在国内应用并不好。基于相对蓝海的市场格局公司的成长路径可以归纳为：凭借底层技术巩固高端客户的原有（企业搜索、内容管理软件）基础形成稳定现金流；并进一步沿着大数据、云计算、移动互联网和社会化计算（社交网络）四大技术应用方向进行了新产品发布或重构升级向下游大制造、大军工、大文化等数据基础好、有扁平化客户需求的寡头领域渗透——主要是通过攻克行业领军企业，来进行市场教育、引导拓展；与此同时通过应用层面的战略性收购实现市场集中度的提升，并最终形成类似于蓝色光标、掌趣科技的资本收购成长路径。

以公司目前的下游大客户海尔为例：

海尔（千万级别收入规模包括软件+服务）：去年第一步是做全球网站一期，后面会陆续放电商的东西；今年是用户身份的整合（网上和后台的）；第三步是用户行为分析、评论反馈的挖掘。后续会配套针对性的营销。以上是网络层面的，后台的方面也会渗透。海尔目前处于系统建设期、建设期之后从外包上服务、未来数据量大再进行新一轮的系统建设。以此为据点，格力、美的都已经在谈。

图 1:公司收入及利润年度变化趋势



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

公司目前的下游客户 70%为政府单位, 受到去年政府换届影响, 软件销售下滑较为明显, 今年目前政府项目订单反弹的态势平稳, 主要体现在下半年; 而以 TRS 舆情管理软件以及 TRS SMAS 社会媒体分析云服务等为代表的企业层面应用成为全新的量能增长点。

存量企业的内生性开发相对有限, 主要受制于下游企业、政府自身的收入、财务水平及规模和波动周期; 新项目、新企业的拓展是主要增量。但这一拓展过程是循序渐进的, 收购则是跨越式增长的主渠道。

2.2 渠道拓展或是公司目前下游应用的短板

公司主要产品和技术体系规划为三层: 底层作为支撑的是公司的基础技术; 中层是平台型软件产品, 主要有 TRS Hybases 大数据管理系统、TRS WCM 内容管理平台以及面向企业门户应用集成的 TRS 身份服务器系统; 顶层面向应用和行业, 主要包括 TRS 企业搜索软件、TRS 机器数据挖掘软件、TRS 垂直搜索引擎软件、TRS 知识管理软件、TRS 舆情管理软件以及 TRS SMAS 社会媒体分析云服务 (在线舆情服务) 等。

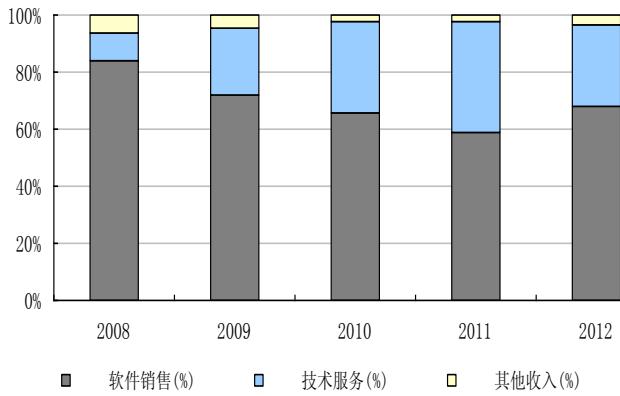
表 1:公司主要产品明细

主要产品	市场份额	软件收入相对占比	代表型下游应用企业	目前市场规模、增速
企业搜索软件	35%、第 1	四成左右	政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、大型企业集团	6 亿、25%左右
内容管理软件	9%、第 4	四成左右	政府机构、国家涉密单位、大型企业集团	18-20 亿、25%左右
垂直搜索及舆情监测软件市场	第 1	二成不到	媒体及政府为主、企业市场空间较大	目前仅 5 亿、近 30%
知识管理和竞争情报软件	第 4	不到一成	企业及政府为主	7 亿、15%左右
其他技术服务	—	整体收入占比 28%	政府机构、国家涉密单位、新闻媒体、大型企业集团	15%左右

资料来源: 东兴证券研究所

图 2:公司产品收入年度变化

图 3:公司行业分布变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

行业分类	收入构成		毛利率	
	2011	2012	2011	2012
代理、集成(%)	37.87	38.65	89.31	91.46
政府事业单位、出版传媒(%)	39.76	37.75	70.46	72.41
其他直接客户或企业(%)	22.35	23.60	79.95	75.04

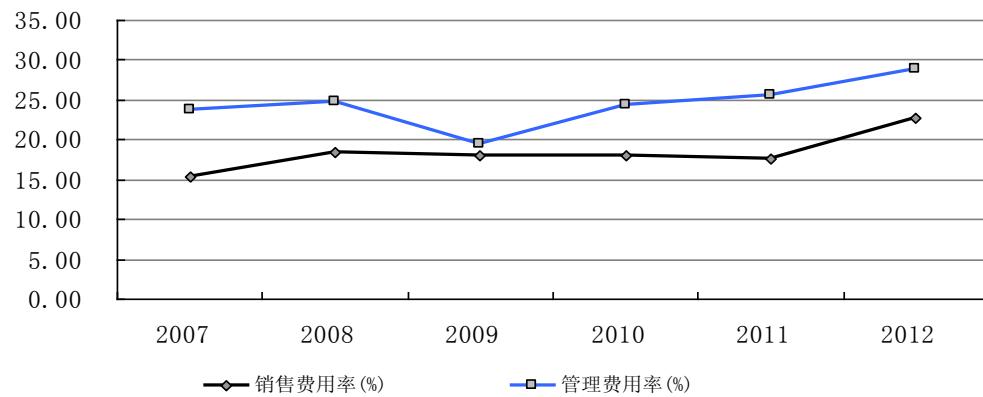
资料来源：东兴证券研究所

大行业构成方面：主要分为政府、事业单位、出版传媒；代理、集成和其他直接客户或企业三大部分，其中政府事业单位渠道 12 年收入仅增长不到 5%，相应的毛利率水平则基于技术及软件应用的相对成熟上升 1.95 个百分点；12 年总营收的三成是直接企业客户（5000 万），同比增长 16.44%，绝对毛利率水平为 75%，略高于政府行业 3 个百分点，但是相对毛利率变化则是各类新产品的投入下降 4.9 个百分点。未来从行业构成的构成来看，依然呈现政府事业量稳、价升；企业渠道放量、价平的格局。

国家机关以及事业单位较高的占比直接导致了公司年中应收款较多、年末应收款回流较多的季节性。对于代理商，本公司通常给予最长不超过 30 天的付款信用期。

公司大力拓展面向网络和微博舆情监测和挖掘分析的社交媒体分析云服务（TRS SMAS），除在线的 SaaS 和数据服务外，客户还可以选择购买 TRS 舆情分析师团队提供的增值服务，但这一渠道的拓展，**效果和教育成本是关键**。公司的销售费率去年大幅攀升 5 个百分点，或将随着下游应用领域的不断拓宽而继续稳步攀升。

图 4: 公司销售费率、管理费率年度变化趋势



资料来源：东兴证券研究所

3. 行业供需分析、市场空间：

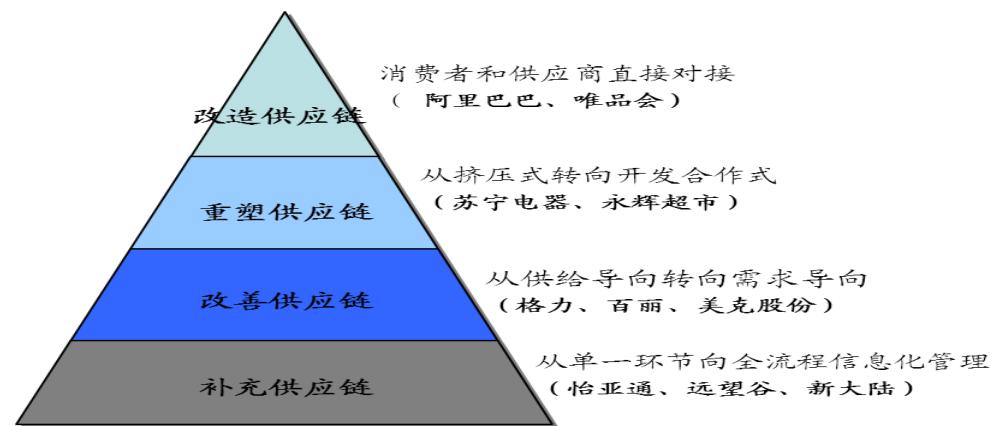
3.1 大数据市场

基于大数据的 3V 特点，非结构化信息占机构中信息总量的 80%以上，公司目前最核心的技术是非结构化数据的搜索及挖掘。国内大数据发展与以美国为代表的发达国家主要体现在三个层面：互联网、政府、企业：

- 国外从互联网企业做起，这方面与国外的差距不太大，从概念到金融、营销广告等领域实践如火如荼；
- 政府层面，美国数据获取更加全面、反馈更加及时、应用更广阔，同时对于安全方面也较为重视；国内政府不会像美国一样公开数据，且各部门之间的数据并非互通，但大数据的基础不是各部门之间的割裂，而是整合利用的倍增效应，所以未来大部制改革的推进和智慧城市的信息化投入将成为政府大数据领域重要的引擎。此外与民生——“大健康、大环保、大科技”息息相关的部委也在“舆情倒逼”下十分重视诸如企业搜索、舆情管理等方面的应用，如金融、药监、食品卫生、环保等数据基础较多的部门。
- 企业层面大数据的应用，目前已经不是 IT 界人炒作的理念；而已经上升到企业管理的理念，利用大数据进行如营销、竞争情报分析、产品开发决策的“反馈经济”。对于高利润的垄断行业（如军工、金融）和部分集中度较高的大制造业进行软硬应用的全面推广和多层级开发；对于小行业、小企业则可能从局部做起，从营销、网站等节点切入；传统的数据密集行业，如医疗和教育是未来前景较大但公司尚未进入的领域。

企业对于大数据的利用，通过直接接触用户进行需求导向的供应链管理，结合我们年初撰写的供应链专题报告：世界 500 强的供应链都有独特运营策略：无论苹果买断供应链；亚马逊大数据驱动的供应链；戴尔零式供应链；宝洁 VMI 驱动供应链；丰田 JIT 模式下农夫式供应链；其共性就是对供应链的一体化控制，从而实现终端消费需求与上游制造的捷径对接，从而对市场需求和生产流通过程进行系统化的管理，减少牛鞭效应带来的巨大损失。

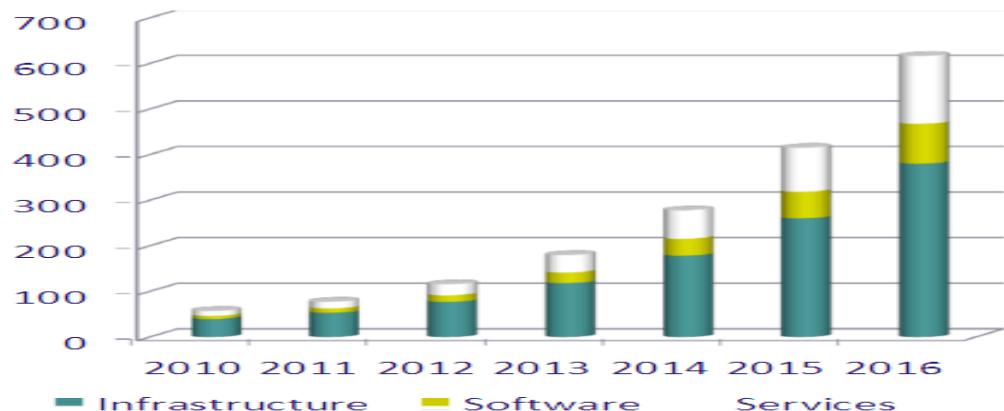
图 5：我国供应链金字塔层级



资料来源：东兴证券研究所

大数据的应用目前仍处于早期阶段，互联网公司的应用更为广泛，国内以阿里大数据最为代表，但数据基础较好且客户群体庞大的电信、银行等领域也对该应用产生了浓厚的兴趣，IDC 预测中国大数据技术与服务市场将会从 2011 年的 7760 万美元快速增长到 2016 年的 6.16 亿美元，市场空间增长近 7 倍，未来 5 年的复合增长在 50%以上。

图 6: 我国大数据技术与服务市场空间预测

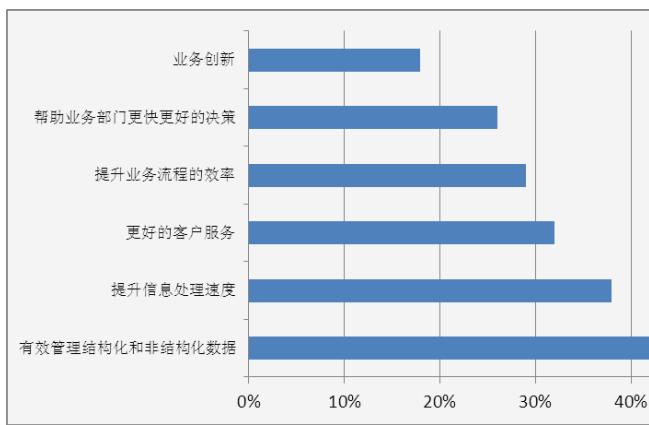


资料来源：东兴证券研究所

3.2 下游客户分类需求

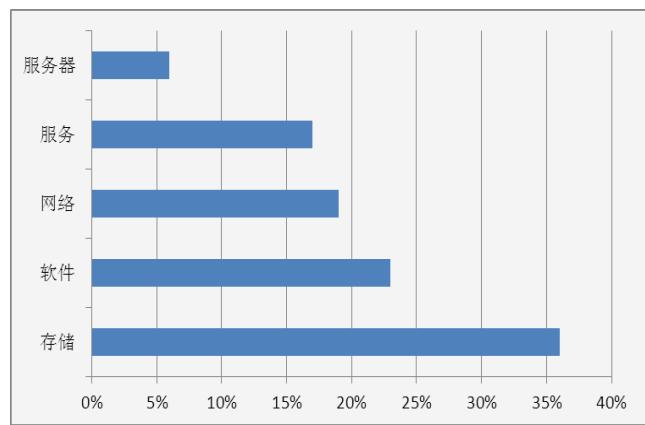
需求空间：1、智慧城市和信息化建设考核下中央各部委及地方政府的需求；2、传统制造业供应链需求导向、柔性化制造的倒逼(案例海尔)产生的营销、竞争情报分析、产品开发、危机公关等碎片信息挖掘的需求。

图 7: 大数据应用的市场驱动因素



资料来源：IDC, 东兴证券研究所

图 8: 大数据市场的产品需求



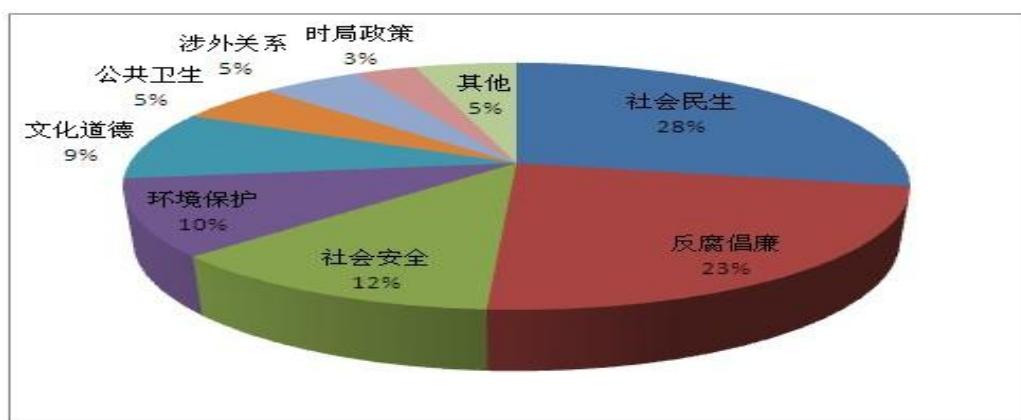
资料来源：IDC, 东兴证券研究所

政府层面：第一是随着政府换届和大部制改革的完成，今年的政府项目的进度将不再

受相关领导变动的影响；第二是目前智慧城市建设作为信息化与城镇化融合的最佳载体受到了各级政府的重视，各地纷纷上马智慧城市相关项目，截止 12 年底开始建设智慧城市项目的城市已超过 400 个，工信部预测“十二五”期间相关投资将超过 5000 亿元。我们认为今年公司的政府应用收入有望恢复 10-11 年的增速。

另外，社交媒体的爆发式增长也衍生了政府对于舆情管理的巨大需求：据人民网舆情监测室选取的 2012 年 1 月至 2013 年 1 月的 100 件热点舆情案例：社会民生类事件所占比例最大（28%），其次是反腐倡廉事件（23%）和社会安全类事件（12%）。

图 9：2012 年百大舆情事件类型分布



资料来源：人民网，东兴证券研究所

公司目前的下游企业应用主要集中在家电和银行两大领域，未来将重点拓展军工、医疗、教育三大领域。公司已拥有《武器装备科研生产许可证》，具备了从事许可范围内武器装备科研生产活动的资格，使得公司能够在许可范围内参与武器装备软件的采购活动。

12 年总营收的三成是企业——5000 万左右。银行和海尔各千万级别，剩余的主要分布在能源、电力、烟草。银行领域具备深度挖掘的潜质：银行外网的改造，会放较多的电子商务的东西；银行的风控，理财、信托产品客户量很大，具备较大的风险控制需求，从舆情的角度提供风控，模型会越用越好，是未来增量的主要点。

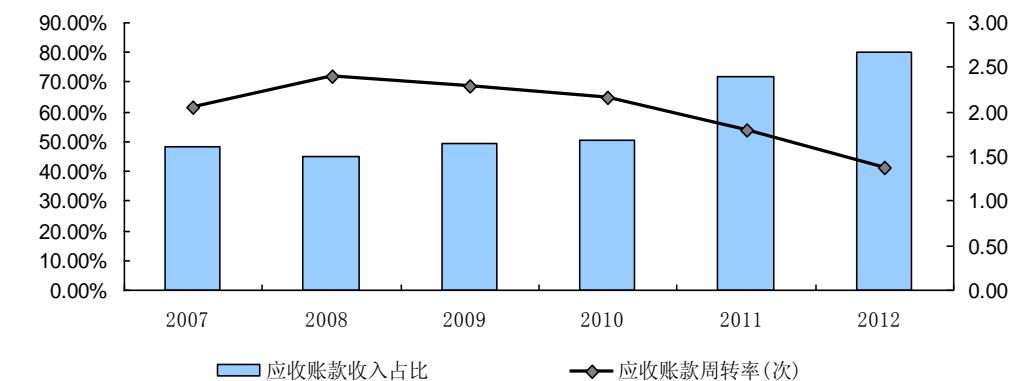
4. 六位评价体系应用：

- ▶ **细分行业空间；** 软件：平台：下游应用产业=1:10:100，政府企业搜索及内容管理业务预计增长在 15-20%；企业应用层面的 TRS 舆情管理软件以及 TRS SMAS 社会媒体分析云服务（在线舆情服务）等预计在 30%以上的增速。
- ▶ **成长能力及抗风险能力；** 随着公司下游客户行业分布的进一步扩大，抗周期、风险能力有所加强，但政府项目受换届周期影响波动较大。
- ▶ **盈利能力；** 客户粘性的提高和规模化、新产品、新服务的推广是公司毛利水平提

升的关键；而净利率则主要取决于研发费用投入的强度和人力成本的增幅，后两者在今年均基本维持去年水平，不构成较大压力。

- ▶ **轻重资产模式；**轻资产模式为主，与华为合作的软硬一体化机虽然是大数据的主流趋势之一，但尚未形成商业化销售阶段
- ▶ **产业链地位；**作为项目型主导的软件公司，主要体现为应收账款的运营效率和相对占比，公司下游应用主要为政府和寡头垄断企业，07年以来的应收占比和周转效率一直处于弱势通道。
- ▶ **管理层信息化、研发投入动力（激励 OR 定增事件催化）。**公司具备较强的股权激励复兴动力。

图 10：2007-2012 年公司应收账款收入占比及周转效率变化趋势



资料来源：WIND，东兴证券研究所

公司股权激励方案规定获授股票期权的行权条件为：以 2010 年净利润为基数，2011-2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、44%、72%、107%，相比 2010 年度，2011-2014 年度扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率分别不低于 9.6%、10%、11%、12%。也即对应的 2013-2014 的利润增长水平分别为 41% 和 20.3%。但由于去年业绩未达规定，失效的 116.24 万份股票期权不再计提费用，今年将形成股权激励期权费用的阶段性低点。

表 2:股权激励计划剩余的 348.7125 万份股票期权产生的费用、万

期权份额	期权成本	2012	2013	2014	2015	2016
348.71	1972.28	1023.08	385.36	383.5	173.49	6.85

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

5. 解禁、业绩雷区风险：

- 公司业绩受到政府换届的滞后影响，今年政府订单能否大幅回暖从上半年的情况看尚存在一定不确定性；

- 随着公司语音的搜索识别课题项目的申请和企业应用产品的研发升级，公司的研发投入将维持较高水平，但相对费率或将保持稳定；（12 年研发投入占比较 11 年大幅提升 7 个百分点）
- 2014 年 6.16 首发原始股解禁，未来的收购式下游渗透战略存在一定的风险和不确定性。

6. 业绩亮点及预测：

我国大数据的应用已经逐步由单纯的 IT 概念转向下游客户的实际需求，自媒体、社文化时代的爆发更是成为政府层级高端客户的应用爆发的促发点。企业搜索和内容管理的“现金牛”将随着智慧城市的推进而稳步增长；需求导向的供应链管理变革将使得以 TRS SMAS 为代表的软硬一体化、软件服务应用成为传统领域与大数据结合的重要平台，该项“明星业务”将是公司未来业绩和估值弹性的重要支撑。

我们预测公司 13-14 年的 EPS 分别为 0.5 和 0.61 元，对应 PE 分别为 36 倍和 29 倍，给予“推荐”的投资评级。

表 3：大数据概念公司估值对比

主要产品	总市值 \\ 亿元	预测 PEG 值		预测市盈率(PE,最新) 2013
		2013 最新	2013	
浪潮信息	54.31	0.85		49.37
荣之联	51.510	0.76		42.83
立思辰	22.41	0.99		35.41
欧比特	19.74	1.48		56.40
东方国信	20.39	0.66		21.69
美亚柏科	40.28	1.01		37.44
拓尔思	42.74	0.90		40.07
银信科技	14.74	0.51		24.72
天玑科技	18.89	1.09		30.63

资料来源：WIND, 东兴证券研究所

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E			
流动资产合计	723	753	889	1032	1203	营业收入	191	211	264	331	405			
货币资金	580	549	640	733	850	营业成本	39	41	50	61	74			
应收账款	137	169	203	244	289	营业税金及附加	6	3	4	5	6			
其他应收款	5	5	6	8	9	营业费用	34	48	50	64	76			
预付款项	0	29	39	46	53	管理费用	49	61	71	87	105			
存货	0	0	0	0	0	财务费用	-6	-16	-6	-7	-8			
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	-0.03	2.54	0.00	0.00	0.00			
非流动资产合计	73	118	91	85	78	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	57.25	76.47	71.52	66.58	61.63	营业利润	70	71	96	121	152			
无形资产	7	18	16	14	12	营业外收入	16.17	11.88	16.00	16.00	16.00			
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.21	0.60	0.00	0.00	0.00			
资产总计	796	871	981	1117	1281	利润总额	86	82	112	137	168			
流动负债合计	51	75	84	97	112	所得税	13	8	11	14	17			
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	73	74	101	123	151			
应付账款	26	42	50	61	74	少数股东损益	0	0	0	0	0			
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	73	74	101	123	151			
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	EBITDA	74	79	97	121	151			
非流动负债合计	0	4	13	25	38	EPS (元)	0.70	0.36	0.49	0.61	0.74			
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率								
应付债券	0	0	0	0	0	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E				
负债合计	51	78	97	122	150	成长能力								
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	29.48%	10.29%	25.42%	24.97%	22.67%			
实收资本(或股本)	120	204	204	204	204	营业利润增长	37.91%	0.68%	35.71%	26.11%	25.59%			
资本公积	405	331	331	331	331	归属于母公司净利润增长	36.88%	22.38%	36.88%	22.38%	22.61%			
未分配利润	195	225	306	405	526	获利能力								
归属母公司股东权益合计	745	793	884	995	1131	毛利率(%)	79.72%	80.39%	81.20%	81.50%	81.80%			
负债和所有者权益	796	871	981	1117	1281	净利率(%)	38.39%	34.96%	38.16%	37.37%	37.35%			
现金流量表					单位:百万元					主要财务比率				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E			
经营活动现金流	39	88	65	87	111	偿债能力								
净利润	73	74	101	123	151	资产负债率(%)	6%	9%	10%	11%	11%			
折旧摊销	10.11	24.85	0.00	6.73	6.73	流动比率	14.26	10.06	10.60	10.63	10.77			
财务费用	-6	-16	-6	-7	-8	速动比率	14.26	10.06	10.60	10.63	10.77			
应收账款减少	0	0	-34	-42	-44	营运能力								
预收款项增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.35	0.25	0.29	0.32	0.34			
投资活动现金流	-24	-83	20	0	0	应收账款周转率	2	1	1	1	2			
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.17	6.25	5.78	5.96	6.01			
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)								
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.70	0.36	0.49	0.61	0.74			
筹资活动现金流	423	-36	5	6	6	每股净现金流(最新摊薄)	3.65	-0.15	0.44	0.46	0.57			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	6.21	3.89	4.33	4.88	5.55			
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率								
普通股增加	30	84	0	0	0	P/E	27.03	52.35	38.25	31.25	25.49			
资本公积增加	388	-74	0	0	0	P/B	3.05	4.87	4.37	3.88	3.41			
现金净增加额	438	-31	91	93	117	EV/EBITDA	22.75	41.70	33.23	25.82	19.92			

分析师简介

高坤

中小市值组组长产业经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事零售行业研究。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看高：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。