



东兴证券
DONGXING SECURITIES

资管IT系统的重要供应商

——赢时胜（300377）

2014年01月15日

建议申购

赢时胜

新股定价

摘要:

- **资产管理与托管系统是重要的金融信息化系统之一，市场快速增长。**资产管理与资产托管软件用信息化手段帮助金融机构处理资金的募集配置、投资和融资这三类经济行为，在整个金融行业软件产品中占据重要地位。2007年至2010年，我国资产管理系统市场从14.1亿元增长到23.0亿元，预计2013年将达到40.3亿元，年复合增速19.1%。2007年至2010年，资产托管系统市场从1.2亿元增长到2.1亿元，预计2013年将达到4.0亿元，年复合增速22.4%，快速增长的财富管理需求是市场增长的动力。
- **公司是业内领先的解决方案提供商。**公司专注于为金融机构及其高端客户的资产管理和托管业务提供整体信息化解决方案。是我国最早研发并推广资产管理及托管业务信息系统解决方案的企业之一；是较早引入金融统一数据平台进行系统业务集成理念的企业；是国内较早提供QDII资产管理软件的软件提供商，目前公司产品已覆盖200多家金融机构。
- **完善的解决方案与定制能力形成公司的技术优势。**公司拥有为客户提供“量身制作”解决方案的能力，针对行业发展适时推出一系列满足不同客户不同层次需要的产品，定制化产品和服务更贴近客户的要求，而且加强了公司与客户合作的深度和广度，有利于建立长期稳定的客户关系。
- **客户粘性构筑护城河。**公司已覆盖200多家金融机构，随着金融市场产品不断多样化，投资主体层次增加，行业核算准则的变化和监管力度加大，客户在软件使用中形成习惯和依赖性，使得公司能够在原有客户升级软件过程中获得新业务，建立持续稳定的收入来源。
- **盈利预测与估值。**预计公司13-15年摊薄后每股收益分别为0.62元、0.71元和0.91元。当前行业内可比公司2014年平均动态市盈率为43.83倍，综合考虑公司的成长性及风险，我们认为公司对应14年合理市盈率在25-30倍之间，建议一级市场询价区间为23-27元。预计上市首日价格区间在25.3-29.7元范围。

财务指标预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	126.27	143.92	171.92	203.66	240.18
增长率(%)	24.27%	13.97%	19.45%	18.47%	17.93%
净利润(百万元)	34.04	37.18	42.47	54.69	69.92
增长率(%)	7.93%	9.23%	14.23%	28.78%	27.85%
净资产收益率(%)	28.09%	23.48%	19.80%	11.33%	12.82%
每股收益(元)	0.76	0.83	0.71	0.91	1.17
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

王明德

010-66554006

执业证书编号:

沈悦明

010-66554047

wangmd@dxzq.net.cn

S1480511100001

sheny m@dxzq.net.cn

询价区间

23-27

上市首日定价区间

25.3-29.7

发行上市资料

总股本(万股)	4500.00
发行量(万股)	
发行日期	2014-01-16
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	国金证券股份有限公司
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产(元)	3.52
净资产收益率(%)	23.48%
资产负债率(%)	20.16%

主要股东和持股比例

唐球	34.65%
鄢建兵	16.70%
张列	16.70%

目 录

1. 公司是专注的资产管理和托管系统提供商	3
1.1 聚焦于金融机构的资产管理与托管业务系统	3
1.2 公司股权结构较为分散	3
1.3 募集资金使用	4
2. 金融市场快速发展，资产管理与托管信息化需求旺	4
2.1 资产管理与托管系统是金融信息化的重要环节	4
2.2 金融市场快速发展，资产管理与托管系统需求旺盛	5
2.3 行业竞争格局较为稳定	6
3. 技术实力与客户资源奠定公司的竞争优势	7
3.1 公司业绩逆市场增长	7
3.2 完善的产品线与定制化服务形成技术优势	7
3.3 客户粘性构筑护城河	8
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	9

表格目录

表 1: 公司募投项目分析	4
表 2: 公司近三年的研发费用情况	8
表 3: 公司在下游主要行业中的客户覆盖情况	8
表 4: 可比上市公司市盈率	9

插图目录

图 1: 公司的主营业务、细分市场及主要产品情况示意图	3
图 2: 目前公司股权结构	4
图 3: 资产管理和托管软件行业产业链	5
图 4: 2007-2013 年我国资产管理系统市场规模	6
图 5: 2007-2013 年我国资产托管系统市场规模	6
图 6: 09-11 年销售收入增长趋势	7
图 7: 09-11 年净利润增长趋势	7

1. 公司是专注的资产管理和托管系统提供商

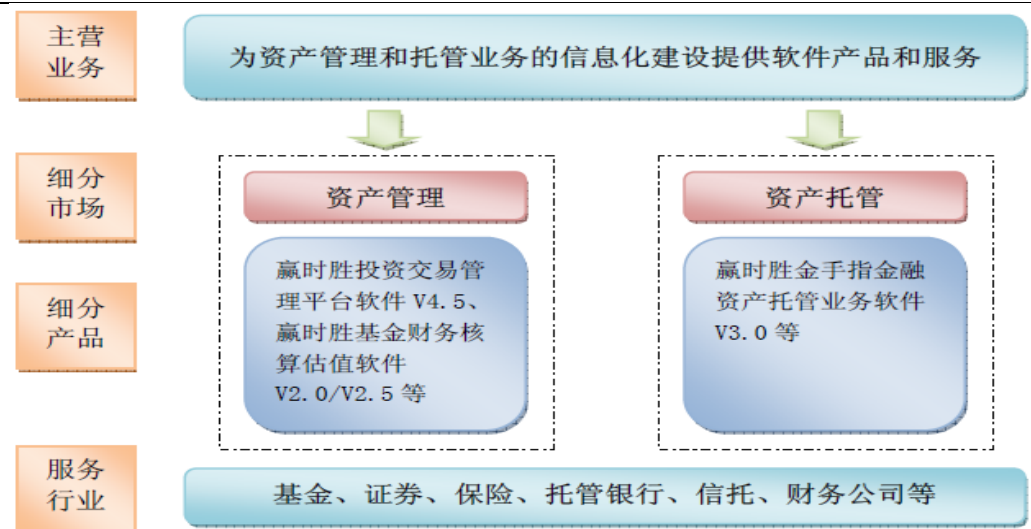
1.1 聚焦于金融机构的资产管理与托管业务系统

公司是致力于为金融机构及其高端客户的资产管理业务和托管业务提供整体信息化建设解决方案的应用软件及增值服务提供商。公司产品可广泛应用于金融行业研究、分析、投资、交易、风控、监督、清算、核算估值、绩效评估、存托管、数据整合等业务环节。

公司自成立以来一直紧随金融行业的发展，专注于金融行业信息系统的研究、开发、销售和服务。随着金融行业的多元化发展和用户需求的不断变化，公司不断进行产品创新、服务创新和营销创新，已向全国基金管理公司、证券公司、保险公司、银行、信托公司、财务公司、资产管理公司等 200 多家金融机构提供了专业的信息化系统建设综合解决方案。

公司作为一家国家级高新技术企业和深圳市重点软件企业，是我国最早研发并推广资产管理及托管业务信息系统解决方案的软件企业之一；是较早在国内引入金融统一数据平台进行系统业务集成理念的软件企业；是国内较早提供 QDII 资产管理软件的软件提供商；是金融行业系统解决方案服务商中具有较强竞争力的软件企业之一。

图 1: 公司的主营业务、细分市场及主要产品情况示意图

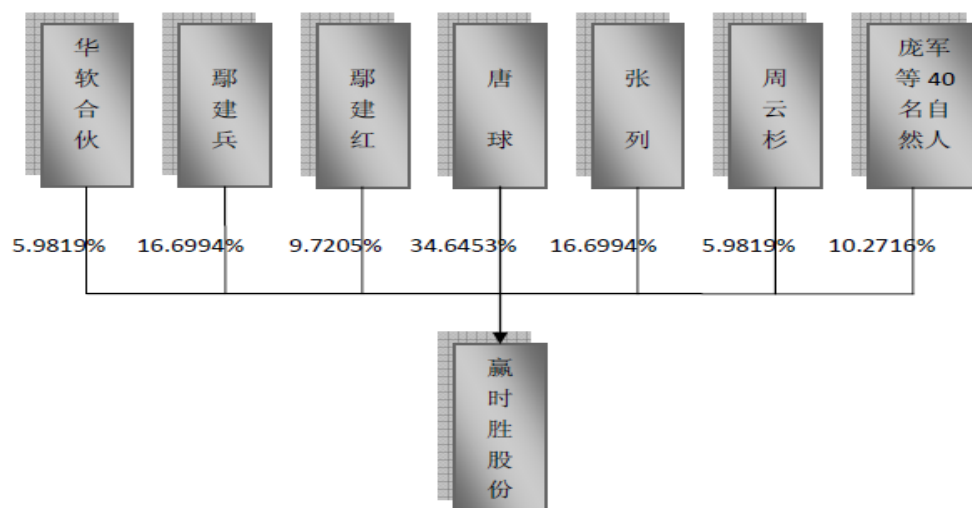


资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

1.2 公司股权结构较为分散

公司拟向社会公开发行人民币普通股 1,500 万股, 占发行后公司总股本 6,000 万股的 25.00%。唐球先生持有本公司 15,590,385 股, 占本公司发行前总股本的 34.6453%, 鄢建红女士持有本公司 4,374,225 股, 占本公司发行前总股本的 9.7205%, 二人为夫妻关系, 是公司的控股股东和实际控制人。

图 2:目前公司股权结构



资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

1.3 募集资金使用

此次公司募集资金主要运用于资产托管业务系统平台建设项目、资产管理业务系统平台建设项目、客户服务中心建设项目、研发中心建设项目以及其他与主营业务发展相关的营运资金,本次募集资金投资项目完成后,将对本公司发展战略的实现、经营规模的扩大和业绩水平的提高产生积极的促进作用。

表 1: 公司募投项目分析

序号	项目名称	总投资	投资进度		建设期(年)
			第一年	第二年	
1	资产托管业务系统平台建设项目	6,509.04	5,314.02	1,195.02	2
2	资产管理业务系统平台建设项目	7,054.10	5,678.52	1,375.58	2
3	客户服务中心建设项目	2,760.61	2,760.61	-	0.5
4	研发中心建设项目	2,957.40	1,614.60	1,342.80	2
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

2. 金融市场快速发展, 资产管理与托管信息化需求旺

2.1 资产管理与托管系统是金融信息化的重要环节

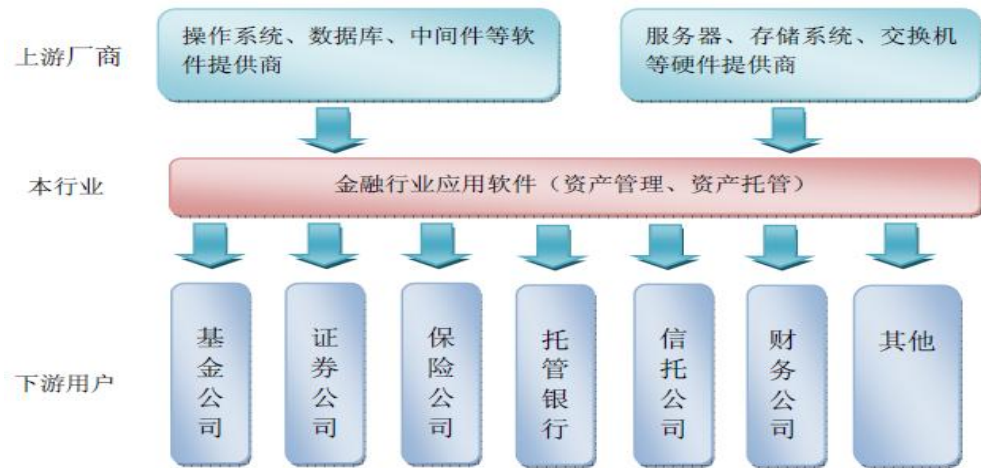
金融行业是对信息化依赖性很强的行业。目前,我国金融行业竞争激烈,随着客户金融需求的不断深化以及金融行业向以“客户为中心”的服务型运营模式的转变,这对金融行业的经营、管理和决策要求不断提高,信息化正在发挥着越来越重要的作用。

金融信息化一方面是业务信息化，另一方面是管理和决策信息化。为了应对激烈竞争和业务延伸需要及决策管理的智能化发展要求，金融行业对信息化将持续投入。尤其是金融危机之后，金融行业对风险控制、合规管理和风险预警更加重视。金融各子行业信息化建设将根据自身不同的发展特点，围绕着业务、管理以及监管的要求展开。总体来看，管理集中化、决策智能化、风险控制、信息安全、业务创新是金融行业信息化建设投入的重点。

公司目前所处的细分市场主要是资产管理和资产托管。资产管理与资产托管软件产品在整个金融行业软件产品中占据重要的地位。金融可以看作为资金的募集配置、以及投资和融资三类经济行为。而资产管理和托管软件正是处理资金的募集配置、以及投资和融资这三类经济行为的软件产品。

在产业链中，资产管理和托管信息化行业处于应用软件设计与开发、系统解决方案实施及运维服务两个主要环节，上游供应商包括硬件设备和系统软件供应商，下游是资产管理和托管信息化的最终客户（主要包括基金公司、证券公司、保险公司、信托公司、托管银行、财务公司等金融类企业）。

图 3: 资产管理和托管软件行业产业链



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

2.2 金融市场快速发展，资产管理与托管系统需求旺盛

资产管理系统平台主要为资产管理业务提供投资决策分析、投资交易管理、资金清算、资产估值、会计核算、信息披露、风险合规控制、数据整合、报表管理等产品和服务。

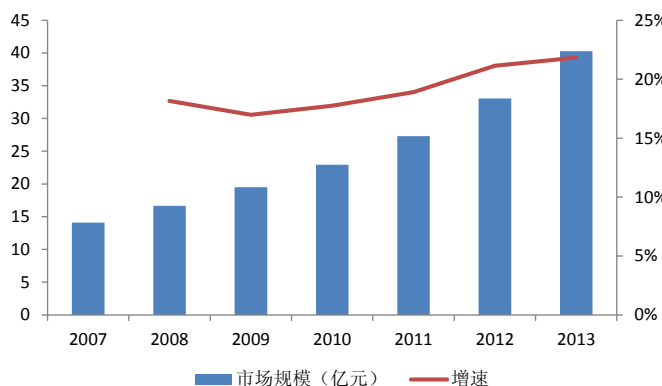
资产管理业务主要以资产自营、资产受托两种方式进行理财管理。随着基金公司、保险公司、信托公司、证券公司、私募基金公司、产业基金公司、商业银行资金运营部、财务公司等机构投资者进行资产管理业务的开展，资产管理业务的发展呈现出良好局面，各细分市场都处于高速发展的阶段中。资产管理的资产类型涵盖证券投资基金、社会保障基金、保险资金、企业年金、信托产品、银行理财产品、QDII、QFII、资产证券化产品、产业基金、定向理财产品、专户理财产品、集合理财产品、股权投资基

金等。2007 年至 2010 年，我国资产管理整体解决方案及软件产品和服务的市场规模分别为 14.10 亿元、16.66 亿元、19.49 亿元和 22.95 亿元。预计到 2013 年我国资产管理整体解决方案及软件产品和服务的市场规模将达到 40.28 亿元。

资产托管系统平台主要为商业银行托管业务的金融资产保管、会计核算、资产估值、资金清算、稽核监控、风险分析、绩效评估、信息披露等业务环节提供产品和服务。

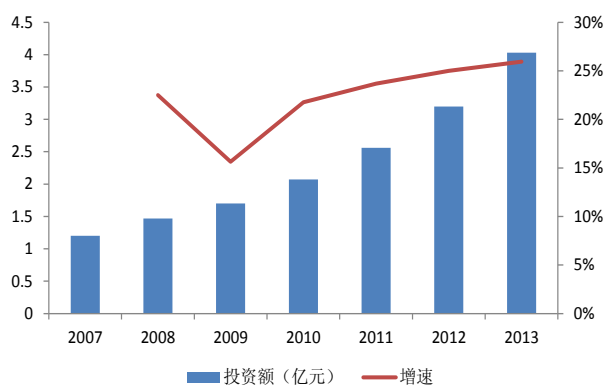
随着金融市场的不断发展，商业银行中间业务中的资产托管业务的发展也愈来愈受到重视。托管业务不仅涉及银行已有的结算业务还涉及其所托管资产所在的行业领域，其业务的复杂程度及专业性要求较高。同时，托管资产均是客户委托资产，对于安全性的要求相对其他资产更高。2007 年至 2010 年，我国资产托管整体解决方案及软件产品和服务的市场规模分别为 1.20 亿元、1.47 亿元、1.70 亿元和 2.07 亿元。预计到 2013 年我国资产托管整体解决方案及软件产品和服务的市场规模将达到 4.03 亿元。

图 4: 2007-2013 年我国资产管理系统市场规模



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 5: 2007-2013 年我国资产托管系统市场规模



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

2.3 行业竞争格局较为稳定

经过十多年的发展，资产管理与托管信息化已经形成了一定的行业格局，经过市场化的充分竞争，新进入者难以在短期内形成行业经验、客户资源、人才、核心技术、质量和品牌、技术服务等方面的积累，进入壁垒比前期已经显著提高。

随着金融业的发展，金融行业对信息系统的依赖性日益加深。为了保证信息系统在运行和维护上的可持续性和稳定性，客户与企业的实质合作关系建立起来以后，原则上都倾向于长期合作。因此，目前行业竞争格局较为稳定，主要厂商都有在自己的优势细分领域占据一定的领先地位。

目前，参与国内资产管理与托管信息化行业竞争的企业主要分为两类，国际厂商和国内厂商。具有竞争力的国际厂商主要有 DST、SunGard 等跨国公司，其优势是具有全球的研发中心和市场，提供标准化程度较高的通讯软硬件产品和大型的营销软件，并在中国设立了产品销售机构以占据高端市场。

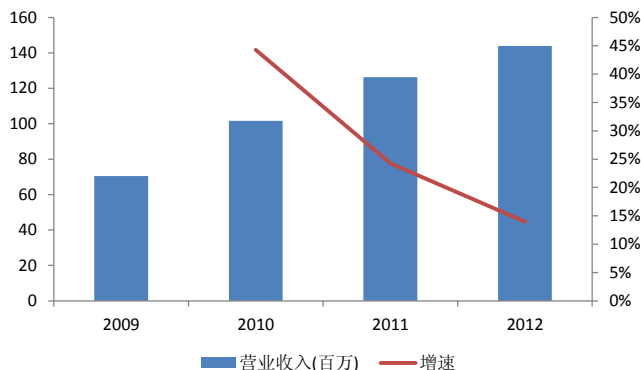
相比之下,国内供应商通常在本地市场需求调研、本土化和个性化设计、技术支持和服务等方面更具竞争优势。国内供应商近年来取得了较快的发展。资产管理与托管信息化领域领先的国内企业通常以整体解决方案供应商的角色直接面对最终客户,可以第一时间了解客户需求,在不同的应用行业和领域中取得了一定的市场地位。目前,市场上成立时间长、技术实力雄厚、具有较大市场影响力的国内供应商主要有恒生电子、金证股份、衡泰软件、天软科技、铭创软件、国泰安等。其中,恒生电子占据了50%以上的市场份额。

3. 技术实力与客户资源奠定公司的竞争优势

3.1 公司业绩逆市场增长

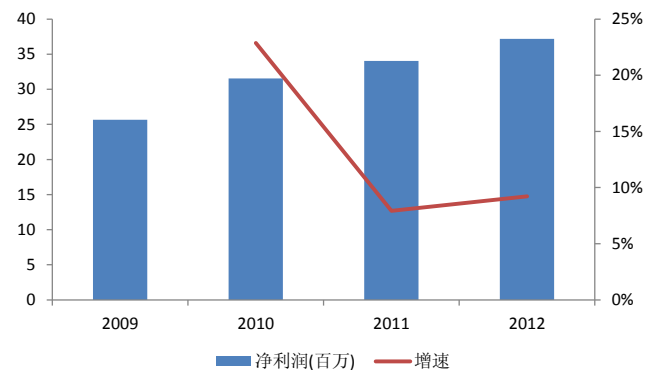
公司主营业务为向基金公司、证券公司、银行、保险等客户提供资产管理和托管信息化解决方案及相关的技术服务。2009年至2012年,在证券市场整体行情不好的情况下,公司经营业绩仍然保持了逆势增长,营业收入分别为7,042.54万元、10,160.95万元、12,627.47万元及14,391.70万元,呈现出逐年增长趋势,2011年、2012年分别增长24.27%和13.97%。实现净利润分别为2,567.19万元、3,153.78万元、3,403.81万元及3718.00万元,2011年、2012年分别增长7.93%和9.23%。

图 6: 09-12 年销售收入增长趋势



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 7: 09-12 年净利润增长趋势



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

3.2 完善的产品线与定制化服务形成技术优势

公司作为金融行业资产管理业务和资产托管业务整体信息化建设解决方案的应用软件及增值服务提供商,拥有丰富的产品系列,能满足行业内不同客户不同层次的需要。

公司紧随金融行业的发展,凭借突出的前瞻性研究和强大的研发能力,针对行业业务的不断发展适时推出一系列的软件产品。主要包括资产托管系列软件、资产投资交易管理系列软件、资产投资风险绩效管理系列软件、资产财务核算估值系列软件、金融数据中心系列软件、资金交易管理系列软件等。公司不仅产品系列多样,而且功能丰富,“全资产、全业务、全数据、全行业”是公司产品的特性。

公司非常注重满足客户的个性化需求,拥有为客户提供“量身制作”的解决方案能力。公司的产品和技术研发团队根据客户的需求,设计和开发出个性化的系统解决方案及软件产品。公司的定制化产品和服务不仅更贴近客户的要求,令其更具市场竞争优势,而且加强了公司与客户合作的深度和广度,有利于建立长期稳定的客户关系。

为了保持技术优势,公司持续加大研发投入,近三年研发费用持续增长,且占营业收入比重均超过 15%。凭借持续的研发投入,公司的产品已具有较强的竞争优势。公司拥有较多的计算机软件著作权及软件登记证书。公司目前拥有自主知识产权的软件产品 47 项,软件著作权 47 项。在 2010 第十四届中国国际软件博览会上,公司产品“赢时胜 QDII 资产管理软件 V4.0”及“赢时胜基金财务核算估值软件 V2.0”获得“金奖”。在 2011 第十五届中国国际软件博览会上,公司产品“赢时胜银行托管服务软件 V3.0”获得“金奖”。公司的产品已在市场上树立了良好的形象。

表 2:公司近三年的研发费用情况

项目	2011 年度	2010 年	2009 年
研发费用 (万元)	3,780.70	2,363.48	1,118.30
营业收入 (万元)	12,627.47	10,160.95	7,042.54
研发费用占营业收入的比例	29.94%	23.26%	15.88%

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

3.3 客户粘性构筑护城河

经过多年积累和努力,公司的客户涵盖了基金、证券、保险、信托、银行等金融领域,截至 2012 年 3 月底,公司与 71 家基金公司(占基金公司(含在筹)总数的 89.87%)、53 家证券公司(占证券公司(只开展经纪业务的证券公司除外)总数的 54.08%)、18 家信托公司(占信托公司总数的 27.67%)、15 家托管银行(占托管银行总数的 83.33%)、39 家保险公司(占保险公司总数的 27.46%)建立了业务合作关系。总体来看,公司已拥有了广泛、优质的客户资源,与客户建立了长期良好的合作关系,客户信任度和满意度高,为公司的进一步发展奠定了坚实的市场地位和品牌优势。

表 3:公司在下游主要行业中的客户覆盖情况

下游行业	行业容量	公司客户数量	客户覆盖率
基金	79	71	89.87%
托管银行	18	15	83.33%
证券	9818	53	54.08%
保险	14219	39	27.46%
信托	6520	18	27.69%

资料来源:招股说明书,东兴证券研究所

公司的客户粘性强,难以被替代。随着金融市场产品不断多样化,投资主体层次增加,行业核算准则的变化和监管力度加大,客户在软件使用中形成的习惯和依赖性,使得公司能够在原有客户升级软件过程中获得新业务,建立持续稳定的收入来源。

4. 盈利预测与投资建议

随着国民经济持续稳定的发展,国民财富将持续快速积累,国民财富从货币化向资本化推进,将会有更多的资金存在财富管理的需求,这是资产管理和托管整体解决方案及软件产品和服务的市场容量不断增长的源泉。机构投资者的数量及管理的资产规模的继续扩大,是资产管理和托管整体解决方案及软件产品和服务的市场容量不断增长的基础。金融投资品种的创新,特别是股指期货、融资融券、境内外 ETF 套利、RQFII 等金融产品的推出,推动资产管理和托管整体解决方案及软件产品和服务的市场容量增长。

作为金融行业资产管理和托管业务整体信息化建设解决方案的主要提供商之一,公司将充分受益于行业的发展。公司此次募集资金主要运用于资产托管业务系统平台建设项目、资产管理业务系统平台建设项目、客户服务中心建设项目、研发中心建设项目以及其他与主营业务发展相关的营运资金,本次募集资金投资项目完成后,将对本公司发展战略的实现、经营规模的扩大和业绩水平的提高产生积极的促进作用。预计公司 13-15 年摊薄后每股收益分别为 0.62 元、0.71 元和 0.91 元。当前行业内可比公司 2014 年平均动态市盈率为 43.83 倍,综合考虑公司的成长性及风险,我们认为公司对应 14 年合理市盈率在 25-30 倍之间,建议一级市场询价区间为 23-27 元。预计上市首日价格区间在 25.3-29.7 元范围。

表 4: 可比上市公司市盈率

名称	代码	EPS			PE			股价/目标价
		2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E	
金证股份	600446.SH	0.27	0.37	0.50	65.63	48.29	35.60	17.77
恒生电子	600570.SH	0.32	0.48	0.63	57.57	38.65	29.67	18.62
长亮科技	300348.SZ	0.83	0.63	0.90	43.80	57.28	40.25	36.35
银之杰	300085.SZ	0.15	0.25	0.42	197.16	115.45	69.80	29.30
平均					91.04	64.92	43.83	
赢时胜	300377.SZ	0.62	0.71	0.91	27.46	32.19	25.00	22.79

资料来源:东兴证券研究所

5. 风险提示

- 1、募投项目不达预期的风险。
- 2、市场竞争加剧,导致产品价格快速下降的风险。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产合计	99	142	196	468	534	营业收入	126	144	172	204	240
货币资金	40	63	109	376	433	营业成本	20	26	27	31	35
应收账款	55	72	80	84	92	营业税金及附加	5	2	2	3	3
其他应收款	3	4	5	6	7	营业费用	3	4	5	7	7
预付款项	1	2	2	2	2	管理费用	58	67	84	104	122
存货	0	0	0	0	0	财务费用	1	1	-2	-7	-12
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	3.00	2.70	3.00	3.50	4.00
非流动资产合计	54	56	53	49	46	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	6.99	54.19	50.76	47.33	43.90	营业利润	38	42	53	62	80
无形资产	0	1	1	0	0	营业外收入	2.64	1.92	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.13	0.13	5.00	0.00	0.00
资产总计	153	198	249	517	580	利润总额	40	44	50	64	82
流动负债合计	17	24	19	19	19	所得税	6	6	7	10	12
短期借款	0	5	0	0	0	净利润	34	37	42	55	70
应付账款	0	1	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	2	2	2	2	2	归属母公司净利润	34	37	42	55	70
一年内到期的非流	1	1	1	1	1	EBITDA	42	46	54	59	72
非流动负债合计	16	16	16	16	16	BPS (元)	0.76	0.83	0.71	0.91	1.17
长期借款	16	14	14	14	14	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	32	40	34	34	34	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	24.27%	13.97%	19.45%	18.47%	17.93%
实收资本(或股本)	45	45	60	75	75	营业利润增长	3.33%	10.89%	26.54%	17.71%	28.74%
资本公积	11	11	11	211	211	归属于母公司净利润	14.23%	28.78%	14.23%	28.78%	27.85%
未分配利润	59	92	125	167	216	获利能力					
归属母公司股东权	121	158	215	483	546	毛利率(%)	84.23%	81.83%	84.56%	84.96%	85.41%
负债和所有者权	153	198	249	517	580	净利率(%)	26.96%	25.83%	24.70%	26.85%	29.11%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	22.21%	18.75%	17.07%	10.58%	12.06%
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE(%)	28.09%	23.48%	19.80%	11.33%	12.82%
经营活动现金流	12	26	38	50	56	偿债能力					
净利润	34	37	42	55	70	资产负债率(%)	21%	20%	14%	7%	6%
折旧摊销	3.02	3.23	0.00	3.49	3.49	流动比率	5.97	5.82	10.46	24.92	28.46
财务费用	1	1	-2	-7	-12	速动比率	5.97	5.82	10.46	24.92	28.46
应收账款减少	0	0	-8	-4	-8	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.98	0.82	0.77	0.53	0.44
投资活动现金流	-48	-6	-3	-4	-4	应收账款周转率	3	2	2	2	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	#DIV/0!	260.86	311.61	#DIV/0!	#DIV/0!
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)	0.76	0.83	0.71	0.91	1.17
筹资活动现金流	16	2	11	220	5	每股净现金流(最新)	-0.45	0.51	0.76	3.56	0.76
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.69	3.52	3.58	6.43	7.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	15	15	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0	0	0	200	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-20	23	45	267	57	EV/EBITDA	-0.57	-0.93	-1.72	-6.12	-5.80

资料来源:东兴证券研究所

分析师简介

王明德

中国人民大学经济学硕士，长期从事投资研究及研究管理工作，在行业研究、策略研究、研究管理领域均有深入涉猎。曾在三大报及《证券市场周刊》等主要证券刊物发表深度文章上百篇，同时也是央视证券频道长期嘉宾，并多次被“今日投资”评为日用消费品行业最佳分析师。现任东兴证券研究所所长。

联系人简介

沈悦明

同济大学控制理论与控制工程硕士，8 年计算机从业经验，2012 年加盟东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

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：

看好：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。