中瑞思创 (300078.SZ)　计算机设备行业

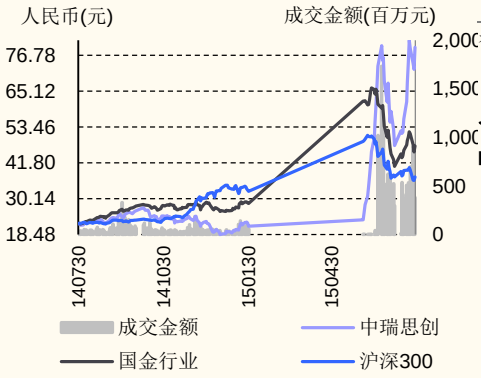
评级：增持　首次评级　　公司研究

市场价格（人民币）：71.46 元
目标价格（人民币）：86.00 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	80.83
总市值(百万元)	13,299.50
年内股价最高最低(元)	81.62/18.48
沪深 300 指数	3930.38



并购医惠科技，开启医疗信息化新篇章

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.512	0.457	0.731	1.159	1.384
每股净资产(元)	6.94	6.88	7.48	8.51	9.77
每股经营性现金流(元)	0.17	0.29	1.02	0.87	1.23
市盈率(倍)	44.28	40.77	101.44	64.02	53.62
行业优化市盈率(倍)	81.15	98.18	193.34	193.34	193.34
净利润增长率(%)	24.91%	-10.83%	60.15%	58.46%	19.38%
净资产收益率(%)	7.38%	6.64%	9.77%	13.62%	14.17%
总股本(百万股)	167.50	167.50	167.50	167.50	167.50

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **亮点一，以轻产品之矛攻医疗信息化冗重之盾：**传统的医院信息化产品国内的三甲医院有 100 套左右子系统，国外的先进医院则有 130 套系统，医疗信息化的痛点在于系统间的互联互通过于沉重。从医院的角度来看，数据接口、流程以及费用的问题都是目前的信息化厂商所带来的不得不忍受的枷锁，我们可以把医惠科技的产品看过是一个 Hub，每一个信息化子系统都是连接这个 Hub 上的终端。整个医疗信息化产品变轻之后，带来的好处包括医院运营数据的实时监控、跨部门报表的生成等以前冗重的系统所无法带来的功能性提升，费用上的节省亦是驱动医院采取轻平台的重要因素。
- **亮点二，以新架构之矛攻医疗信息化陈旧之盾：**新架构好处显然易见，同类厂商如何应对？对于同类厂商而言，采取新架构就意味着既得利益的损失，或者现有庞大系统的修改。前者具体而言，同类厂商过往所指定的规则包括数据接口、属性的定义，以一种事实上的标准来阻止竞争者产品的兼容。后者而言，现有系统的修改重构是一个巨大的工作量，相当于以前的工作推倒重来，耗时耗力不说，效果也存在疑虑，考虑到公司新架构的开发已经进展了四年，而且公司以一种第三方的姿态来完成平台化的建设。我们有理由相信这一领先优势将会继续保持下去。
- **亮点三，高附加值医疗产品+远程医疗：**公司的高附加值产品包括医疗移动化、产品智能化、远程医疗化。医疗移动化国外来看，IBM 与苹果早已在移动端医疗发布新产品，移动化是行业趋势。产品智能化包括公司的婴幼儿防盗产品、人员定位产品等等。远程医疗化产品包括对于体温以及后继血压、心电的采集等等。公司储备了大量的高附加值产品，我们认为，从三甲医院由上而下的推广是自然的，市场的需求也是存在的。
- 中瑞思创今年 6 月以 15 倍 PE，10.8 亿元换股收购医惠科技 100%的股权。

投资建议及估值

- 给予“增持”评级。考虑到医惠科技的并表，预测 15-16 年的 EPS 为 0.73 元和 1.16 元（没有考虑定增摊薄）。给予母公司中瑞思创，计算机硬件今年 50 倍平均估值，则母公司估值 40 亿。医惠科技医疗信息化平均 PE 估值 150 倍，则总体市值在 144 亿，对应目标价 86 元。

风险

- 整体医疗信息化行业估值中枢下降。

郑宏达　分析师 SAC 执业编号：S1130513080002
(8621)60230211
zhenghd@gjzq.com.cn

用使箱邮告报共公险财安永供仅告报此
此报告仅供永安财险公共报告邮箱使用

内容目录

并购医惠科技,开启医疗信息化新篇章 3
公司业务概览 3
EAS 业务分析 3
RFID 业务分析 4
平台化是医惠科技的特色 5
营业收入预测及估值 7

图表目录

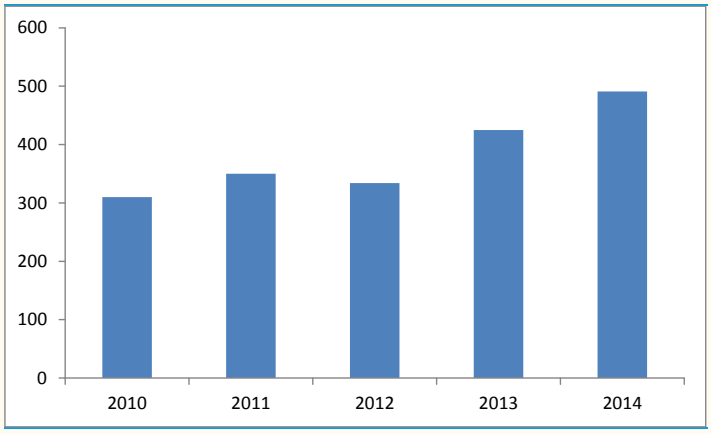
图表 1：营业收入增长状况 3
图表 2：传统产品收入结构百分比 3
图表 3：EAS 组成 3
图表 4：EAS 收入情况 4
图表 5：RFID 中国市场增速 4
图表 6：RFID 收入情况 5
图表 7：公司在 RFID 行业内的布局 5
图表 8：中性预测未来几年我国医院信息化规模（单位：亿元） 6
图表 9：医慧科技的特色在于平台化可插拔 6
图表 10：医惠科技业务构成 7
图表 11：公司比较（截止至 2015 年 7 月 29 日） 7
图表 12：营业收入预测 9

并购医惠科技,开启医疗信息化新篇章

公司业务概览

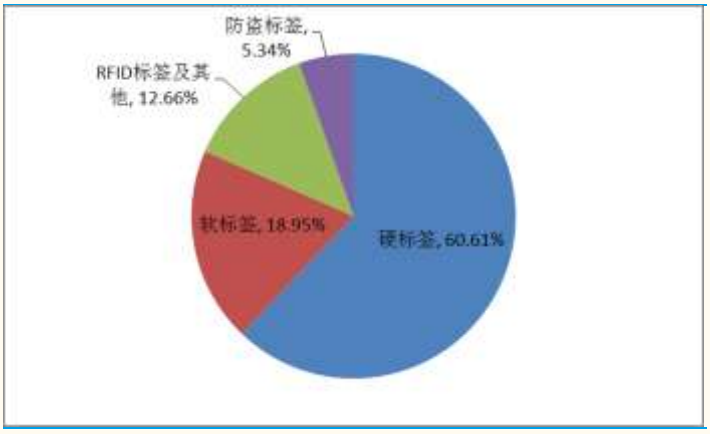
- 公司从产品分类上分为四大块：硬标签、软标签、RFID 标签、防盗标签。从应用归类来说，分为 EAS（软硬标签）和 RFID（其余两块）两块。
- 公司过去三年的平均符合增速在 15%左右，毛利率稳定在 40%。主营业务保持稳定。
- 2015 年考虑到收购的医惠科技业绩并表，将会大幅攀升。

图表 1：营业收入增长状况（单位：百万元）



来源：公司财报、国金证券研究所

图表 2：传统产品收入结构百分比



来源：公司财报、国金证券研究所

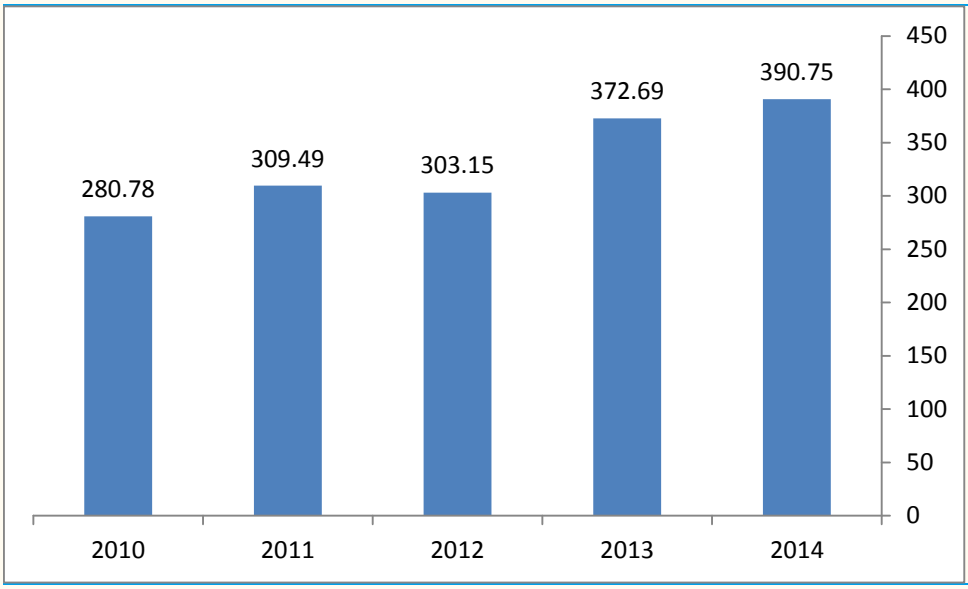
EAS 业务分析

- 公司的 EAS 主要销往海外，公司的客户主要是零售领域的 EAS 系统集成商，受其影响较大。
- 海外需求基本保持平稳，主要是因为上游客户的发达国家的需求萎缩与新兴国家的需求上升基本保持持平的态势。
- 我们因此给予公司的传统 EAS 业务平稳增长的态势。

图表 3：EAS 组成

来源：公司公告、国金证券研究所

图表 4：EAS 收入情况（单位：百万元）

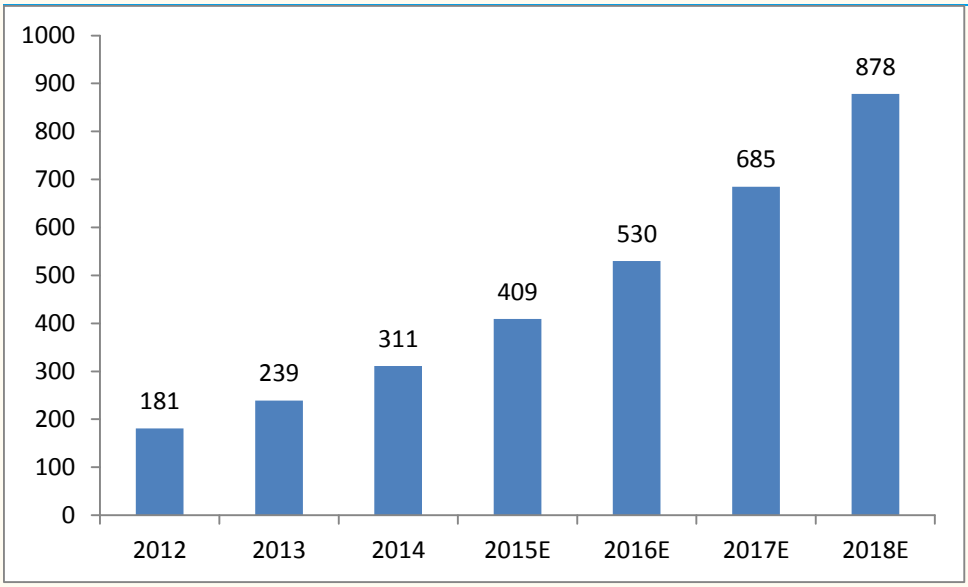


来源：公司财报、国金证券研究所

RFID 业务分析

- 虽然中国 RFID 行业在过去的几年间经历过了一段高速的成长期，但在 2008 年全球金融危机后各国投资与消费不振、国内市场发展不均衡等系列因素的影响下，2012 年中国 RFID 市场规模的增长速度已经出现了一定程度的下滑。据 IIPA 的预测，2013-2014 年间，这种市场增速下滑的态势仍将维持，整体将从以往超过 30%的增长速度，降低到 25%左右。
- 值得关注的是，虽然短期内行业整体将进入增长速度相对低的时期，但 IIPA 根据全球经济开始复苏、国内在新兴产业投资逐年加大、部分细分市场 RFID 应用开始出现规模化趋势等系列因素的影响进行了预测，认为 2015 年开始，中国 RFID 行业将再一次进入快速扩张的阶段，预计市场增长速度将从当前的 25%左右再次提升到 30%以上。
- 根据 IIPA 的预测，2015 年中国 RFID 行业市场规模将达 373 亿元，2017 年更将高达 621 亿元。从 2013-2017 年，中国 RFID 行业市场规模将增长约 2.4 倍，年均增长率约为 27.88%。

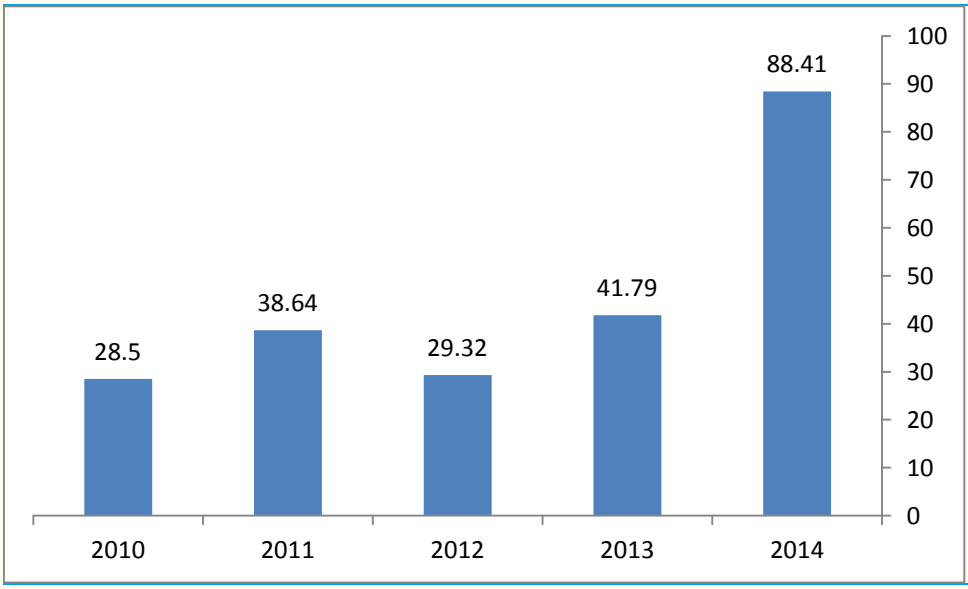
图表 5：RFID 中国市场增速（单位：亿元）



来源：IIPA、国金证券研究所

- 受益于行业的快速发展以及公司加大对行业的拓展，公司的 RFID 收入 2014 年相对于 2013 年有了较大程度的发展，根据 RFID 行业未来几年平均 30%的年复合增速，我们中性预测公司的 RFID 收入与行业增速持平。

图表 6：RFID 收入情况（百万元）



来源：公司财报、国金证券研究所

- 公司的 RFID 业务主要是通过外延式的并购来完成的，也包括自己的两家子公司，RFID 的公司布局如下：

图表 7：公司在 RFID 行业内的布局

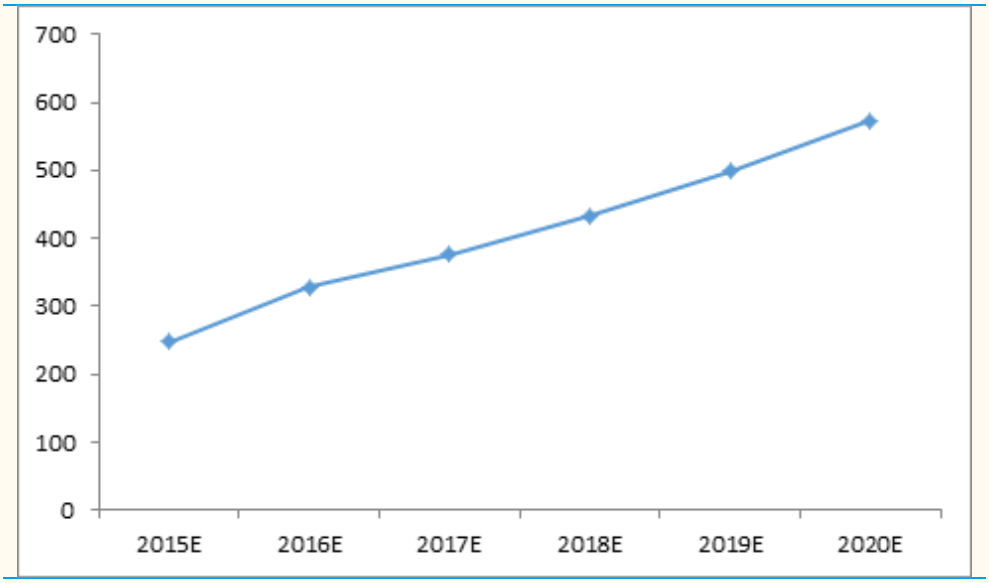
来源：公开资料、国金证券研究所

平台化是医惠科技的特色

- 我们的医疗格局从一线二线城市来看，目前信息化实现程度较好，现在更多的是做一些系统改进和区域化平台建设，而三四线城市的医疗信息化程度明显不足，亟待提高信息化程度。从信息化投入占医院收入比重来看，目前信息化投入占医院收入的比重大约在 0.5%-0.8%左右，目前国内三级甲等医院的收入平均在 30 亿元左右，医疗信息化越深入，越打通以前实现不了的环节（例如影像医疗数据的处理），IT 投资占收入的比重将快速提升。

按照医院收入复合增速 15%、信息化投资占比达到 1.2%的中性假设计算，2015 年医院信息化行业规模将达到 248.2 亿元，复合增速为 32.1%。

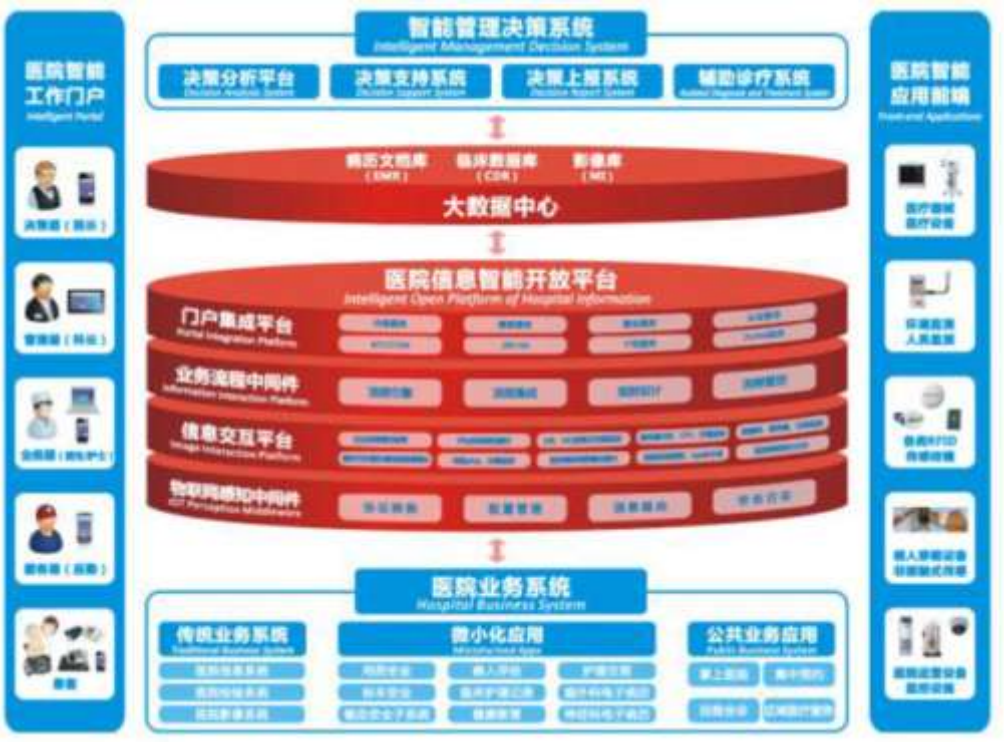
图表 8：中性预测未来几年我国医院信息化规模（单位：亿元）



来源：前瞻网、国金证券研究所

- 通常国内一家三甲医院包括从 HIS、PACS、MIS，到 CIS、LIS、EHR 等多达几十个医疗信息系统，而大多医疗信息系统没有统一标准和代码，无法做到互联互通和统一管理。医惠科技的智能开放平台解决了现有医院信息化工作基于业务流程建设而产生系统接口繁杂、重复冗余、难于维护等弊端，解决医疗信息孤岛问题。该产品可全方位涵盖医院从上至下、从前端到后台的全面工作内容，使得医疗信息具有“可及连贯”性。

图表 9：医慧科技的特色在于平台化可插拔



来源：公司公告、国金证券研究所

- 另一大特点则是物联网化，即面向 C 端的移动医疗的趋势：公司所提供的物联网架构产品是指有线网、无线网和 RFID 传感网的融合，是公司提供的各种应用系统产品、智能开放平台的硬件平台。物联网架构实现了通讯和数据的融合，将来自于如 WIFI 语音终端、医生查房车、RFID 婴儿标签等前端硬件的语音数据、视频数据和软件数据通过物联网无线接入点 AP 和智能物联网无线控制器 AC 传递给后端护士工作站、医生工作站等应用系统。其中，物联网无线接入点 AP 整合了 WIFI 无线 AP 和 RFID 阅读器功能，可实现信息多频多通道的发送和接收；而智能物联网无线控制器 AC 实现了对所有物联网无线接入点 AP 的集中管理及实现前端感知信息和后端应用系统之间的集成。物联网架构是实现移动医疗的关键硬件平台。

- 应用系统是指基于物联网平台并结合自主开发的软件，实现医疗信息化在各个科室、业务中的具体应用，主要包括业务流程类应用系统和闭环管理类业务系统。其中业务流程类应用系统包括：护理信息系统、患者生命体征动态监测系统、固定资产管理系统、科室物资管理系统、掌上医院、病房管理系统、医院设备移动巡查系统等。闭环管理类业务系统包括移动门诊输液系统、静配中心信息管理系统、营养点配餐管理系统、消毒供应中心质量追溯系统、婴儿防盗系统、医疗废弃物管理系统、手术器械清点系统。

图表 10：医惠科技业务构成

项目	2013 年		2014 年	
	收入（万元）	占比（%）	收入（万元）	占比（%）
智能开放平台	8,741.23	47.87	11,216.10	53.33
业务系统	4,493.47	24.61	6,243.13	29.68
物联网架构	3,590.44	19.66	2,928.18	13.92
技术服务	1,436.99	7.87	645.55	3.07
合计	18,262.12	100	21,032.96	100

来源：公司公告、国金证券研究所

- 我们对比公司与几家上市公司的重要指标数据如下，其中医惠科技的 90 亿市值是计算中瑞思创的总市值减去母公司的市值。

图表 11：公司比较（截止至 2015 年 7 月 30 日）

	卫宁	万达	创业软件	医惠科技	易联众	
14年收入	4.9	15.4	4.1	2.1	4	单位：亿
14年净利润	1.2	2.2	0.5	0.5	0.5	
15年预计收入	7.8	21.8	4.5	2.9	5.5	
15年预计净利润	1.7	2.9	0.6	0.7	0.9	
过去三年收入增速	37%	37%	8%	33%	5%	
过去三年利润增速	50%	30%	6%	50%	-20%	
总员工人数	1739	3476	1419	400	1335	
14毛利率	55%	32%	48%	55%	48%	
14净利润率	24%	14%	12%	24%	13%	
14年人均收入	28.2	44.3	28.9	52.5	30.0	单位：万
14年人均净利润	6.9	6.3	3.5	12.5	3.7	
市值	231	378	114	104	170	单位：亿
PE	136	130	190	149	189	
PS	30	17	25	36	31	

来源：公司公告、国金证券研究所

- 中瑞思创以 15 倍 PE，10.8 亿元收购医惠科技 100%的股权，对于医惠科技的收购是通过换股来实现的，大股东和二股东通过向医惠科技以 23.2 元转让 4686 万股。

- 同时，公司以 50 元/股的价格向特定投资者定增 1200 万股，锁定期为 3 年。

营业收入预测及估值

- 我们对于中瑞思创的业务基本判断如下：EAS 业务维持 10%增速的判断，RFID 业务增速维持 30%增速的判断，医惠科技的收入部分按照公司公告给予的业绩承诺，15 年按照 50%进行业绩并表。
- 对于医惠科技的估值判断，目前医疗信息化上市企业的静态市值，万达是 378 亿，卫宁软件是 231 亿，创业软件是 114 亿，中瑞思创目前的市值是 120 亿，考虑到平台化的优势，我们认为理应给予一定的估值溢价。对比各个上市公司扣非后的利润，我们给予公司传统业务 40 亿的估值，相当于 50 倍 PE，医惠科技 104 亿的估值，相当于 150 倍 PE，总共 144 亿市值，对应目标价 86 元。

图表 12：营业收入预测

项　　目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
硬标签						
销售收入（百万元）	232.04	275.99	297.68	327.45	360.19	396.21
增长率（YOY）	*0.00%*	*18.94%*	*7.86%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	40.55%	40.67%	43.12%	43.00%	43.00%	43.00%
销售成本（百万元）	137.95	163.75	169.33	186.65	205.31	225.84
增长率（YOY）	*0.00%*	*18.70%*	*3.41%*	*10.23%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利（百万元）	94.09	112.24	128.35	140.80	154.88	170.37
增长率（YOY）	*0.00%*	*19.29%*	*14.35%*	*9.70%*	*10.00%*	*10.00%*
占总销售额比重	69.79%	66.59%	62.12%	47.54%	35.27%	32.12%
占主营业务利润比重	70.86%	66.60%	63.93%	46.12%	32.80%	30.00%
软标签						
销售收入（百万元）	71.11	96.70	93.07	102.38	112.61	123.88
增长率（YOY）	*0.00%*	*35.99%*	*-3.75%*	*10.00%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利率	40.78%	44.08%	44.09%	44.00%	44.00%	44.00%
销售成本（百万元）	42.11	54.07	52.04	57.33	63.06	69.37
增长率（YOY）	*0.00%*	*28.40%*	*-3.75%*	*10.17%*	*10.00%*	*10.00%*
毛利（百万元）	29.00	42.63	41.03	45.05	49.55	54.51
增长率（YOY）	*0.00%*	*47.00%*	*-3.75%*	*9.79%*	*10.00%*	*10.00%*
占总销售额比重	21.39%	23.33%	19.42%	14.86%	11.03%	10.04%
占主营业务利润比重	21.84%	25.30%	20.44%	14.76%	10.49%	9.60%
RFID标签及防盗标签						
销售收入（百万元）	29.32	41.79	88.43	114.96	149.45	194.28
增长率（YOY）	*0.00%*	*42.53%*	*111.61%*	*30.00%*	*30.00%*	*30.00%*
毛利率	33.05%	32.66%	35.50%	35.00%	35.00%	35.00%
销售成本（百万元）	19.63	28.14	57.04	74.72	97.14	126.28
增长率（YOY）	*0.00%*	*43.35%*	*102.70%*	*31.00%*	*30.00%*	*30.00%*
毛利（百万元）	9.69	13.65	31.39	40.24	52.31	68.00
增长率（YOY）	*0.00%*	*40.87%*	*129.96%*	*28.18%*	*30.00%*	*30.00%*
占总销售额比重	8.82%	10.08%	18.45%	16.69%	14.63%	15.75%
占主营业务利润比重	7.30%	8.10%	15.63%	13.18%	11.08%	11.97%
医疗信息化（15年并表）						
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	144.00	399.00	519.00
增长率（YOY）	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*177.08%*	*30.08%*
毛利率	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	55.00%	54.00%	53.00%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	64.80	183.54	243.93
增长率（YOY）	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*183.24%*	*32.90%*
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	79.20	215.46	275.07
增长率（YOY）	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*0.00%*	*172.05%*	*27.67%*
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	20.91%	39.07%	42.08%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	25.94%	45.63%	48.43%
销售总收入（百万元）	**332.47**	**414.48**	**479.18**	**688.78**	**1021.25**	**1233.37**
销售总成本（百万元）	**199.69**	**245.96**	**278.41**	**383.50**	**549.05**	**665.42**
毛利（百万元）	**132.78**	**168.52**	**200.77**	**305.28**	**472.20**	**567.94**
平均毛利率	**39.94%**	**40.66%**	**41.90%**	**44.32%**	**46.24%**	**46.05%**

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	**334**	**425**	**491**	**689**	**1,021**	**1,233**
增长率		27.1%	15.6%	40.2%	48.3%	20.8%
主营业务成本	-201	-254	-288	-383	-549	-665
%销售收入	60.1%	59.8%	58.7%	55.7%	53.8%	54.0%
毛利	133	171	203	305	472	568
%销售收入	39.9%	40.2%	41.3%	44.3%	46.2%	46.0%
营业税金及附加	-4	-4	-4	-3	-5	-6
%销售收入	1.1%	0.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-19	-29	-34	-41	-61	-74
%销售收入	5.8%	6.9%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-56	-69	-94	-124	-184	-222
%销售收入	16.6%	16.3%	19.2%	18.0%	18.0%	18.0%
息税前利润（EBIT）	55	69	71	137	222	266
%销售收入	16.4%	16.1%	14.4%	19.8%	21.7%	21.5%
财务费用	25	33	22	13	16	19
%销售收入	-7.6%	-7.7%	-4.5%	-1.9%	-1.6%	-1.6%
资产减值损失	0	-2	-5	-1	-1	0
公允价值变动收益	-1	0	10	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	3.3%	2.1%	1.7%
营业利润	78	99	97	153	243	290
营业利润率	23.5%	23.4%	19.8%	22.2%	23.8%	23.5%
营业外收支	3	5	3	0	0	0
税前利润	82	104	100	153	243	290
利润率	24.4%	24.5%	20.4%	22.2%	23.8%	23.5%
所得税	-16	-19	-20	-31	-49	-58
所得税率	19.1%	18.6%	20.3%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	66	85	80	123	194	232
少数股东损益	-3	-1	3	0	0	0
归属于母公司的净利润	**69**	**86**	**77**	**123**	**194**	**232**
净利率	20.5%	20.2%	15.6%	17.8%	19.0%	18.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	68	85	81	123	194	232
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	18	25	19	19	19
非经营收益	-28	-36	-36	-6	-5	-5
营运资金变动	-1	-37	-21	34	-62	-41
经营活动现金净流	**52**	**29**	**49**	**170**	**146**	**205**
资本开支	-33	-121	-120	64	-9	-10
投资	-14	0	-53	-1	0	0
其他	28	31	46	5	5	5
投资活动现金净流	**-19**	**-90**	**-127**	**68**	**-4**	**-5**
股权募资	1	3	1	0	0	0
债权募资	0	0	0	-16	0	1
其他	-67	-84	-105	-6	-22	-22
筹资活动现金净流	**-66**	**-81**	**-104**	**-22**	**-22**	**-21**
现金净流量	**-33**	**-142**	**-182**	**216**	**120**	**179**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	942	800	508	724	844	1,023
应收款项	60	84	110	132	195	236
存货	44	66	107	89	128	155
其他流动资产	35	48	38	10	13	15
流动资产	1,080	999	763	955	1,180	1,429
%总资产	88.6%	80.9%	59.7%	68.8%	73.6%	77.5%
长期投资	4	4	118	119	118	118
固定资产	92	190	282	267	250	234
%总资产	7.6%	15.4%	22.0%	19.2%	15.6%	12.7%
无形资产	42	40	115	46	54	62
非流动资产	139	235	516	434	424	415
%总资产	11.4%	19.1%	40.3%	31.2%	26.4%	22.5%
资产总计	**1,219**	**1,234**	**1,279**	**1,388**	**1,604**	**1,845**
短期借款	0	0	1	0	0	0
应付款项	41	45	64	72	104	126
其他流动负债	11	17	46	47	59	66
流动负债	52	62	110	119	163	192
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	4	5	0	0	0	0
负债	**56**	**67**	**111**	**119**	**163**	**193**
普通股股东权益	1,164	1,163	1,153	1,254	1,426	1,636
少数股东权益	0	4	16	16	16	16
负债股东权益合计	**1,219**	**1,234**	**1,279**	**1,388**	**1,604**	**1,845**

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.410	0.512	0.457	0.731	1.159	1.384
每股净资产	6.948	6.945	6.882	7.484	8.513	9.767
每股经营现金净流	0.308	0.174	0.295	1.016	0.870	1.225
每股股利	0.000	1.500	0.400	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	5.90%	7.38%	6.64%	9.77%	13.62%	14.17%
总资产收益率	5.63%	6.95%	5.98%	8.83%	12.10%	12.56%
投入资本收益率	3.80%	4.77%	4.81%	8.61%	12.32%	12.87%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.52%	27.13%	15.58%	40.23%	48.27%	20.77%
EBIT 增长率	-34.34%	25.03%	2.91%	93.44%	62.59%	19.72%
净利润增长率	-23.26%	24.91%	-10.83%	60.15%	58.46%	19.38%
总资产增长率	1.26%	1.21%	3.64%	8.55%	15.56%	15.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	54.7	56.0	63.6	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	72.2	78.8	109.9	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	49.1	44.2	46.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	93.3	97.2	110.8	70.3	41.6	29.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.96%	-68.53%	-43.40%	-57.05%	-58.55%	-61.91%
EBIT 利息保障倍数	-2.2	-2.1	-3.2	-10.7	-13.7	-13.8
资产负债率	4.56%	5.42%	8.64%	8.58%	10.14%	10.48%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归"国金证券股份有限公司"（以下简称"国金证券"）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为"国金证券股份有限公司"，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD