

移为通信 (300590)

基于芯片研发M2M终端，面向广阔物联网需求

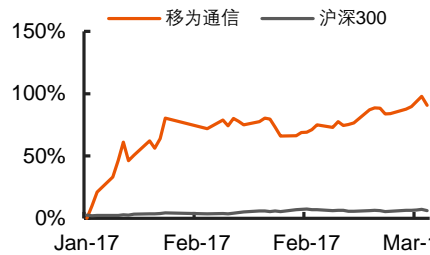
推荐 (首次)

现价: 79.80 元

主要数据

行业	通信
公司网址	www.queclink.com
大股东/持股	廖荣华/38.25%
实际控制人/持股	廖荣华/%
总股本(百万股)	80
流通 A 股(百万股)	20
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	62.57
流通 A 股市场值(亿元)	15.64
每股净资产(元)	2.74
资产负债率(%)	17.40

行情走势图



证券分析师

张冰 投资咨询资格编号
S1060515120001
010-56800144
ZHANGBING660@PINGAN.COM.CN

研究助理

汪敏 一般从业资格编号
S1060116070100
021-38643219
WANGMIN780@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

- **基于芯片研发终端，针对车载需求已积累丰富经验：**公司主营业务为嵌入式无线 M2M 终端设备的研发和销售。2016 年上半年车载追踪产品营收占比达 75.97%，主要产品销售境外。综合毛利率在 55%以上，在行业内处于领先水平，主要原因在于公司可外购芯片自主开发通信及定位模块，并直接针对下游客户开发终端产品。在车载领域针对汽车租赁、UBI 保险、安防追踪和车队管理应用已积累开发高质量高稳定性产品的能力。
- **车联网创造的应用需求将令公司价值逐步显现：**2024 年全球 M2M 设备中汽车和交通行业连接数量将增长至 8.45 亿，复合增长率为 31%。全球 M2M 设备连接相关收入中汽车与交通行业设备连接收入 2024 年将增长至 370.67 亿美元，复合增长率为 52%。当前车载 M2M 部分应用在国外市场相对成熟，随着 LTE-V 标准的冻结，我国车联网行业将进入真正成长阶段，市场的激活将会为车载 M2M 终端产生更多的应用市场需求，公司价值将更多释放。
- **募投项目提升产品竞争力，面向更多应用场景：**首发募集资金净额 5.34 亿元，计划实施基于多制式通信技术系列产品升级、基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案和研发中心三个项目。现有产品向 3G WCDMA、CDMA2000 以及 4G LTE 升级，开发定位解决方案丰富产品功能，并以整合物联网产品的云计算平台为远期目标。
- **盈利预测与投资评级：**预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 2.7 亿元、3 亿元、3.41 亿元，归属母公司净利润分别为 0.95 亿元、1.09 亿元、1.31 亿元，按照最新股本摊薄后的 EPS 分别为 1.19 元、1.37 元、1.63 元，对应 PE 为 67.0x、58.4x、48.8x，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**海外市场非经济因素风险；物联网需求不达预期风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	199	291	270	300	341
YoY(%)	34.9	46.6	-7.3	11.2	13.7
净利润(百万元)	76.7	102	95	109	131
YoY(%)	71.6	32.4	-6.2	14.8	19.5
毛利率(%)	61.6	55.1	54.9	54.0	54.1
净利率(%)	38.6	34.8	35.3	36.4	38.3
ROE(%)	64.2	56.7	47.1	45.7	47.7
EPS(摊薄/元)	0.96	1.27	1.19	1.37	1.63
P/E(倍)	83.2	62.9	67.0	58.4	48.8
P/B(倍)	53.5	35.7	31.6	26.6	23.3

正文目录

一、基于芯片研发 M2M 终端产品的优质供应商	4
1.1 聚焦三大领域供应 M2M 终端	4
1.2 自主研发委托代工，产品主要销往境外	5
1.3 业绩短期波动，毛利率行业领先	5
二、公司 M2M 终端将迎来更丰富的物联网应用需求	6
2.1 全球 M2M 连接及相关收入高速增长	6
2.2 车联网将为 M2M 车载终端提供更多应用需求	8
2.3 募投项目进行产品升级和技术储备，面向更多应用场景	10
三、盈利预测与投资评级	11
四、风险提示	12

图表目录

图表 1	公司 M2M 终端设备产品系列	4
图表 2	公司股权结构	4
图表 3	公司产品基本结构	5
图表 4	公司自主研发的产品系统	5
图表 5	2013-2016H1 公司产品营收比例	5
图表 6	2013-2016H1 公司境内境外营收比例	5
图表 7	2012-2016E 公司营业收入及增幅	6
图表 8	2012-2016E 公司归母净利润及增幅	6
图表 9	2012-2016Q3 公司毛利率与净利率	6
图表 10	2012-2015 公司三类产品毛利率	6
图表 11	全球 M2M 连接数量预测	7
图表 12	全球 M2M 连接相关收入预测	7
图表 13	我国 M2M 车载终端数量预测	7
图表 14	2016-2020 年参照不同渗透率对应的我国车联网市场规模	8
图表 15	2016-2020 年我国汽车保有量及增速预测	8
图表 16	2008-2020 年我国车联网市场规模及增速保守预测	9
图表 17	LTE-V 车联网系统架构	9
图表 18	3GPP LTE-V 典型应用举例	10
图表 19	公司募集资金投资项目	10
图表 20	多普勒定位系统原理图	11
图表 21	公司主营业务盈利预测	11

一、基于芯片研发 M2M 终端产品的优质供应商

1.1 聚焦三大领域供应 M2M 终端

公司成立于 2009 年 6 月，主营业务属于物联网中的无线 M2M 行业，从事嵌入式无线 M2M 终端设备的研发和销售业务。M2M 是指数据信息从一台终端传送到另一台终端，即机器与机器 (Machine to Machine) 通信。M2M 通信技术通过在机器内部嵌入通信模块，以通信网络为接入方式，为客户提供综合信息化解决方案。公司 M2M 终端设备主要应用于车辆管理、移动物品管理和个人追踪通讯三大领域。

图表1 公司 M2M 终端设备产品系列



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

公司实际控制人为廖荣华，持有公司 51% 的股份，上市以后实际控制人持续比例为 38.25%，股权较为集中。第二、三大股东精速国际、信威顾问为在香港注册的股权投资公司。

图表2 公司股权结构

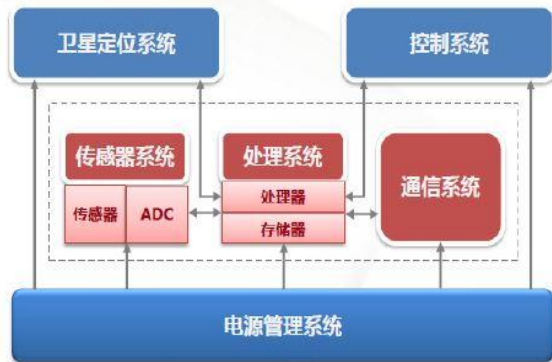


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.2 自主研发委托代工，产品主要销往境外

公司产品的基本结构包括卫星定位系统、传感器系统、处理系统、通信系统、控制系统、电源管理系统等，六大系统均为自主研发，公司对外采购通信芯片、定位芯片及其他电子元器件，进行软件、电路、外观和结构设计后，委托代工厂加工，公司主要负责研发设计与销售业务。

图表3 公司产品基本结构



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

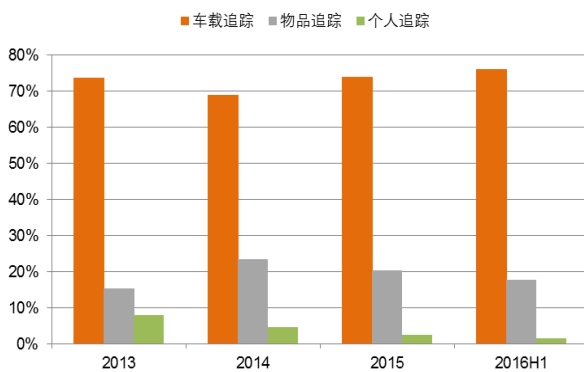
图表4 公司自主研发的产品系统



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

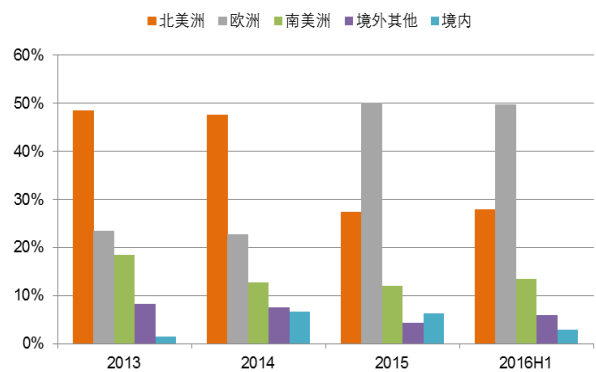
公司三大产品系列中，车载追踪产品营收占比最高，其次为物品追踪产品。2016年上半年，公司车载追踪产品营收占比达75.97%，创历年新高。主要产品销售区域分布在北美洲、欧洲以及南美洲地区，境内销售占比较小。2016H1北美洲营收占比27.94%，欧洲营收占比49.62%，而境内仅占2.92%。针对境外各个国家的行业应用略有不同，美国和欧洲发达国家主要以汽车金融租赁、UBI保险和车队物流管理等应用为主，南美洲地区则侧重于安防追踪、车队物流等。

图表5 2013-2016H1 公司产品营收比例



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表6 2013-2016H1 公司境内境外营收比例



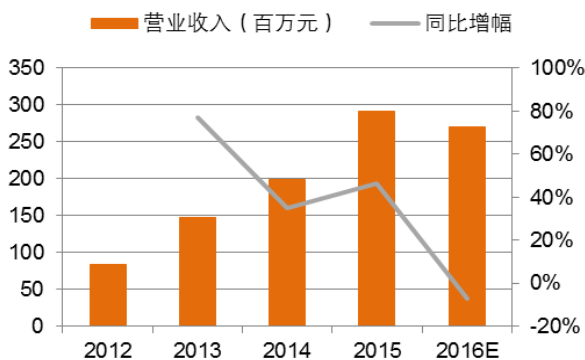
资料来源：Wind，平安证券研究所

1.3 业绩短期波动，毛利率行业领先

2013-2015年公司营业收入和净利润保持增长，但增速略有下滑，2015年公司利润增速下降的主要原因是UBI大额订单导致综合毛利率略有下降。根据公司2016年业绩快报，2016年公司完成营业收入2.70亿元，净利润9526.94万元，主要由于2015年第一大客户OCTO的定制项目截止2016年1季度已经完全完成，对2016年的营收和净利润增速造成一定影响。

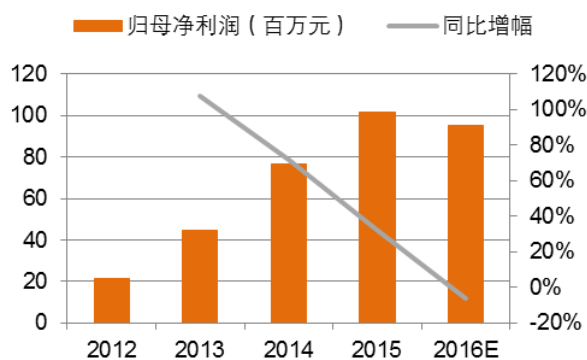
2013 年以来公司综合毛利率一直维持在 55%以上，在行业内处于领先水平，主要原因在于公司具有基于芯片进行产品开发的实力，外购芯片以后可以自主开发通信及定位模块，相较于外购模块节约成本，并且能提高产品的综合性能满足客户对产品质量与稳定性的需求。

图表7 2012-2016E 公司营业收入及增幅



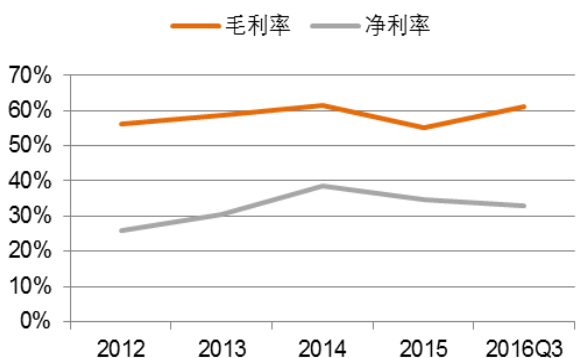
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2012-2016E 公司归母净利润及增幅



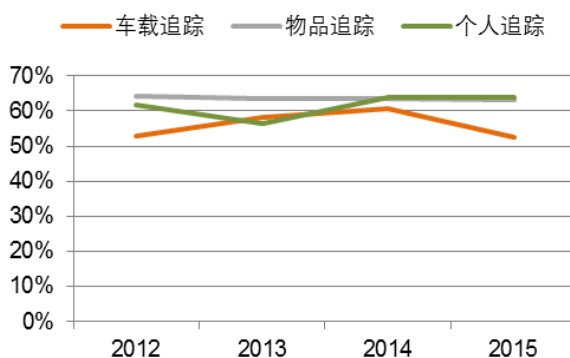
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2012-2016Q3 公司毛利率与净利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 2012-2015 公司三类产品毛利率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 公司 M2M 终端将迎来更丰富的物联网应用需求

2.1 全球 M2M 连接及相关收入高速增长

全球物联网应用正处于蓬勃发展时期，在行业应用领域物联网技术正逐步深化。物联网关键领域和技术包括 RFID 技术、传感网技术、卫星定位技术、M2M 通信技术等。M2M 重点在于机器对机器的无线通信，存在机器对机器、机器对移动电话、移动电话对机器三种方式。

M2M 应用系统的核心包括 M2M 终端、通信网络和平台软件三个重要组成部分。M2M 终端包括通信模块、定位模块、传感器、智能标签等，并置入各种终端中。通信网络包括各种无线网络、有线网络。平台软件令应用服务标准化，使数据采集发布更加容易，并能整合应用，基于 M2M 服务器获取信息进行管理操作。M2M 应用领域广泛，包括物流管理、工业控制、智能家居、人员追踪等。

根据 Analysys Mason Limited 预测，2024 年全球 M2M 设备连接数将达到 31.61 亿，复合增长率 28%，汽车和交通行业到 2024 年连接数量将增长至 8.45 亿，比重达到 26%，复合增长率为 31%。

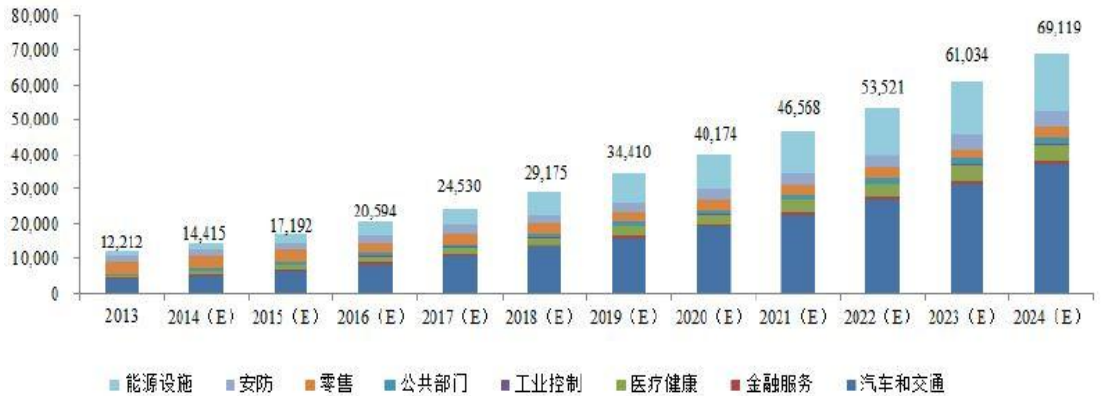
2024 年全球 M2M 设备连接相关收入将达到 691.19 亿美元，复合增长率为 17.07%，其中汽车与交通行业设备连接相关收入 2024 年将增长至 370.67 亿美元，复合增长率为 52%。

图表11 全球 M2M 连接数量预测



资料来源: Analysys Mason Limited, 招股说明书, 平安证券研究所

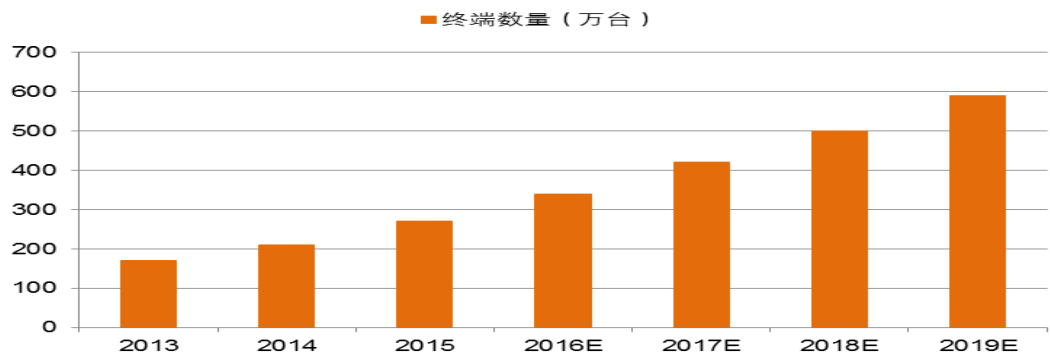
图表12 全球 M2M 连接相关收入预测



资料来源: Analysys Mason Limited, 招股说明书, 平安证券研究所

我国无线 M2M 设备目前主要应用于客运车辆、货运车辆和危险品运输车辆领域，根据 Berg Insight 的数据，预计 2019 年我国无线 M2M 车载终端的数量将增长至 590 万台。

图表13 我国 M2M 车载终端数量预测



资料来源: Berg Insight, 平安证券研究所

2.2 车联网将为 M2M 车载终端提供更多应用需求

我国汽车保有量 2015 年达到 1.72 亿辆，参照发达国家汽车保有量的增速水平，假设至 2020 年保有量增速以近 10% 的增速增长，预测 2020 年我国汽车保有量将达到 2.83 亿辆。分别以保守预计 19%、乐观预计 24% 的智能网联汽车渗透率来估算，2020 年保守预计网联汽车的数量将达到 5652 万辆。

车联网市场进入成熟阶段后，Gartner 预计产业链各环节的营收占比为：终端传感器及芯片厂商占比 10%，通信模块设备厂商占比 20%，通信运营服务占比 10%，平台服务商占比 20%，垂直行业应用解决方案商占比 40%。我们以 2020 年每辆车载硬件终端 1500 元的产品价格来估算，硬件市场有近 850 亿元的市场规模。假设 2020 年车载终端的车联网功能并未达到成熟的程度，仅令单个用户的 ARPU 值达到 2000 元，服务市场规模约为 1100 亿元，保守预计 2020 年我国车联网市场总体市场规模 2000 亿元，CAGR 达到 50.39%。

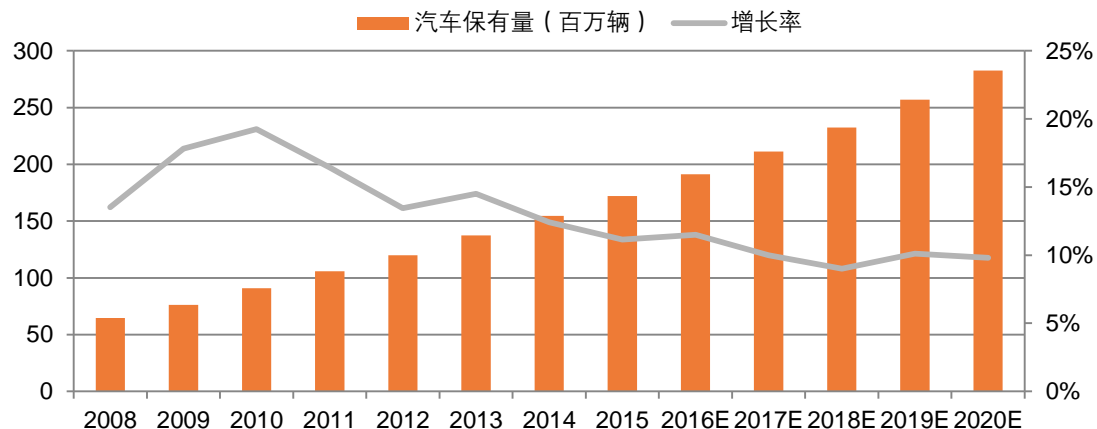
图表14 2016-2020 年参照不同渗透率对应的我国车联网市场规模

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
保有量（百万辆）	191.26	211.35	232.48	256.89	282.58
保守预计：渗透率	9.8%	11.2%	14.0%	17.0%	19.0%
网联车数量（百万辆）	18.74	23.67	32.55	43.67	56.52
市场规模（亿元）	393.62	627.28	927.6	1310.15	2000.62
乐观预计：渗透率	10.5%	12.4%	15.5%	19.0%	24.0%
网联车数量（百万辆）	20.08	26.21	36.03	48.81	67.82
市场规模（亿元）	461.9	733.8	1045	1757.14	3051.88

资料来源：Wind，平安证券研究所

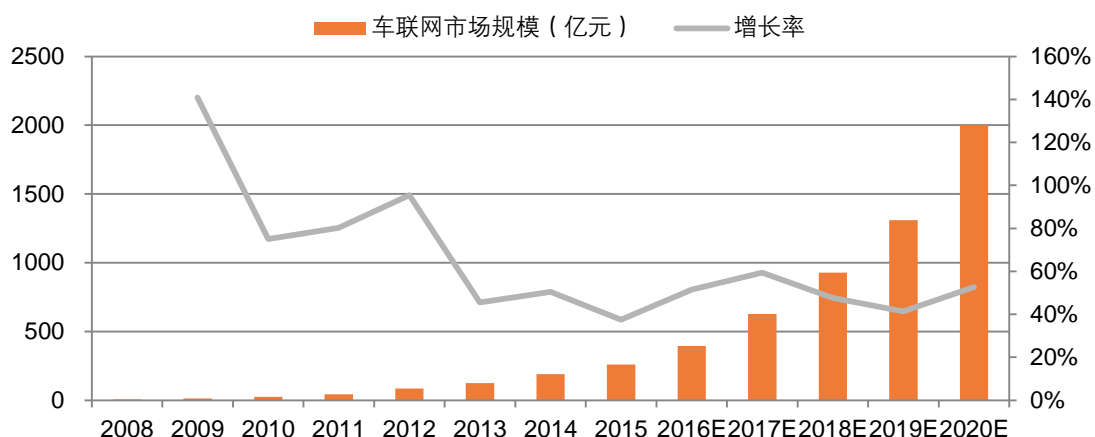
埃森哲的市场调研显示，中国消费者愿意为车联网额外支付的费用最高可达新车价格的 16%。如果参照这一数据，并参考成熟阶段的产业各环节营收占比推算，远期我国车联网整体市场规模有望达到 1 万亿元以上。

图表15 2016-2020 年我国汽车保有量及增速预测



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表16 2008-2020年我国车联网市场规模及增速保守预测



资料来源: Wind, 平安证券研究所

目前实现 V2X 的两条无线通信技术路线包括 DSRC 和 LTE-V2X 两种。国际上车联网领域大多采用专用短程通信技术 (DSRC), 这项技术在 2010 年已经完成标准化工作, 欧美日的主流车厂和美日的 V2V 实验项目大都采用 DSRC, 只是通信频段不同。

2015 年 3GPP 设立 LTE for V2X 研究专题纳入 Release 14, 标志 LTE-V2X 技术标准研究正式启动。该标准的主要推动厂商是我国的华为、大唐和 LG 等。基于通信安全的考虑, 我国目前倾向于采用 LTE-V2X 技术, 自 2015 年 9 月开始, 工信部先后与浙江省、京津冀三地、重庆市签署合作协议来推动该项技术在智慧汽车和智慧交通领域的应用。2016 年 6 月 7 日, 工信部批准的首个“国家智能网联汽车 (上海) 试点示范区”封闭测试区正式开园运营。

根据大唐电信的公开资料, 实现 LTE-V 车联网系统, 在系统架构上将分为感知层、网络层和应用层。感知层由车载智能终端、监控设备、道路传感网、车辆传感网组成, 收集车联网的数据信息, 网络层利用蜂窝式和直通式两种通信方式进行数据交换, 并在应用层基于数据平台开展交通监管、车辆调度、行车辅助等各类车联网应用业务。

图表17 LTE-V 车联网系统架构



资料来源: 大唐电信, 平安证券研究所

车联网在我国真正进入成长阶段的标志将是通信技术标准的制定规范以及正式商用的开展, 这个时间点是 2017-2018 年。LTE-V 标准冻结并正式商用后, 随着采用该协议的芯片模组厂商推出相应产

品, 在实现一定普及度的条件下, 搭载了 V2X 模块的 Telematics 将为车辆用户提供独特的应用功能体验。参考 3GPP 对 LTE-V 需求的研究, 相关典型应用至少包含主动安全、行车效率和车主服务三大类 13 个功能。这些功能显著改善了车辆用户的驾驶体验, 并提升了交通运行效率, 将成为车联网时代车辆用户的必选功能需求。

图表18 3GPP LTE-V 典型应用举例

分类	典型应用
主动安全类	前方碰撞预警
	车辆失控警告
	紧急停车
	协同式自适应巡航控制
	道路安全基站
	错误驾驶方式警告
	预碰撞传感警告
	曲线速度警告
	行人碰撞警告
	紧急车辆警告
行车效率类	排队警告
	交通流优化
车主服务类	自助停车系统

资料来源: 3GPP, 平安证券研究所

可以预见, 随着 V2X 相关通信标准的制定规范和正式商用, 车辆用户和智能交通的需求被真正激活以后, 车联网整条产业链上各个环节的企业拥抱巨大的市场, 行业真正进入成长阶段, 车联网市场的激活也将会为车载 M2M 终端产生更多的应用市场需求。

2.3 募投项目进行产品升级和技术储备, 面向更多应用场景

公司首发募集资金净额 5.34 亿元, 计划实施基于多制式通信技术系列产品升级、基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案和研发中心三个项目。其中拟使用募集资金投入产品升级项目金额 3.05 亿元, 多普勒定位项目 9819 万元, 研发中心项目 1.32 亿元。

图表19 公司募集资金投资项目

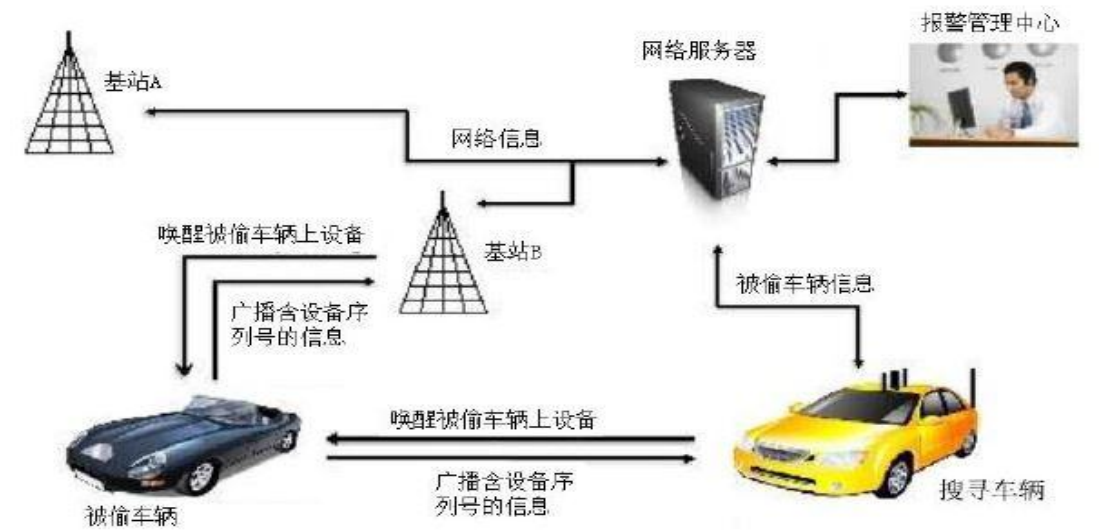
项目名称	总投资金额 (万元)
基于多制式通信技术系列产品升级项目	30516.59
基于多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目	9819.58
研发中心项目	19168.93

资料来源: 招股说明书, 平安证券研究所

基于多制式通信技术系列产品升级项目是基于公司现有产品, 升级网络通信制式, 使用 3G、4G 技术, 满足客户在更长时间内对产品通信制式的需求。建设内容包括 CDMA2000、WCDMA、LTE 制式系列产品升级, 以及购买研发设备和培养开发团队。多普勒定位测向系统的车辆定位解决方案项目开发设计一套基于卫星定位系统的利用多普勒频移原理的定位测向系统, 该系统有效补充和丰富公司现有产品结构, 提供完整的车辆定位解决方案。研发中心项目基于北斗定位技术的产品研发增

强公司在国内定位产品市场领域影响力，开发适合于保险行业的车辆追踪解决方案，最终目标是建立一个整合各种物联网产品的云计算平台。

图表20 多普勒定位系统原理图



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

三、 盈利预测与投资评级

假设 1：假设车载追踪通讯产品 2016-2018 年营收增幅分别为-9.8%、10%、12%，毛利率分别为 52%、51%、51%。

假设 2：假设物品追踪通讯产品 2016-2018 年营收增幅分别为-6.5%、8%、10%，毛利率分别为 63%、62%、62%。

假设 3：假设个人追踪通讯产品 2016-2018 年营收增幅分别为-15%、-5%、-5%，毛利率分别为 63%、62%、62%。

根据相关假设，我们预测公司 2016-2018 年营业收入分别为 2.7 亿元、3 亿元、3.41 亿元，归属母公司净利润分别为 0.95 亿元、1.09 亿元、1.31 亿元，按照最新股本摊薄后的 EPS 分别为 1.19 元、1.37 元、1.63 元，对应 PE 分别为 67.0x、58.4x、48.8x，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表21 公司主营业务盈利预测

业务类别	项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
车载追踪 通讯产品	营业收入（百万元）	136.82	215.26	194.16	213.58	239.21
	增速（%）	26.03	57.33	-9.80	10.00	12.00
	毛利率（%）	60.82	52.50	52.00	51.00	51.00
物品追踪 通讯产品	营业收入（百万元）	46.21	59.03	55.19	59.61	65.57
	增速（%）	106.02	27.74	-6.50	8.00	10.00
	毛利率（%）	63.57	63.04	63.00	62.00	62.00
个人追踪 通讯产品	营业收入（百万元）	9.22	6.91	5.87	5.57	5.29
	增速（%）	-21.26	-25.05	-15.10	-5.00	-5.00

	毛利率 (%)	63.99	63.81	63.00	62.00	62.00
	营业收入 (百万元)	6.58	10.25	14.92	21.64	31.38
其他	增速 (%)	41.20	55.78	45.60	45.00	45.00
	毛利率 (%)	61.35	58.82	60.00	60.00	60.00
	营业收入 (百万元)	198.83	291.45	270.15	300.40	341.45
合计	增速 (%)	34.94	46.58	-7.31	11.20	13.66
	毛利率 (%)	61.63	55.12	54.93	54.04	54.11

资料来源: Wind, 平安证券研究所

四、风险提示

- (1) 海外市场面对非经济因素的风险;
- (2) 上游芯片供应及价格波动风险;
- (3) 物联网发展和需求不达预期风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	218	234	838	865
现金	134	136	731	739
应收账款	27	15	31	21
其他应收款	6	22	9	27
预付账款	7	35	11	41
存货	45	27	55	37
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	2	2	2	2
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1	1	1	1
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	1	1	1	1
资产总计	221	237	840	867
流动负债	41	34	46	38
短期借款	0	0	0	0
应付账款	18	6	22	9
其他流动负债	23	28	23	29
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	42	34	46	38
少数股东权益	0	0	0	0
股本	60	60	80	80
资本公积	2	2	536	536
留存收益	117	139	168	202
归属母公司股东权益	179	202	794	829
负债和股东权益	221	237	840	867

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	94	69	98	80
净利润	102	95	109	131
折旧摊销	1	0	0	0
财务费用	-7	-5	-15	-24
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-6	-22	3	-27
其他经营现金流	5	0	0	0
投资活动现金流	-1	0	0	-0
资本支出	1	-0	-0	-0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-0	-0	-0
筹资活动现金流	-43	-67	497	-72
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	20	0
资本公积增加	0	0	534	0
其他筹资现金流	-43	-67	-57	-72
现金净增加额	53	2	595	8

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	291	270	300	341
营业成本	131	122	138	157
营业税金及附加	1	0	1	1
营业费用	15	13	15	16
管理费用	41	37	42	47
财务费用	-7	-5	-15	-24
资产减值损失	2	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	110	102	119	143
营业外收入	3	4	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	113	106	122	146
所得税	12	11	12	15
净利润	102	95	109	131
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	102	95	109	131
EBITDA	110	102	109	124
EPS(元)	1.27	1.19	1.37	1.63

主要财务比率

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	46.6	-7.3	11.2	13.7
营业利润(%)	25.4	-7.4	16.9	19.9
归属于母公司净利润(%)	32.4	-6.2	14.8	19.5
获利能力				
毛利率(%)	55.1	54.9	54.0	54.1
净利率(%)	34.8	35.3	36.4	38.3
ROE(%)	56.7	47.1	45.7	47.7
ROIC(%)	54.6	45.2	40.7	40.4
偿债能力				
资产负债率(%)	18.9	14.5	5.5	4.4
净负债比率(%)	-74.8	-67.0	-304.9	-269.2
流动比率	5.3	6.9	18.3	22.8
速动比率	4.2	6.1	17.1	21.8
营运能力				
总资产周转率	1.6	1.2	0.6	0.4
应收账款周转率	12.9	12.9	12.9	12.9
应付账款周转率	9.1	10.2	9.7	9.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.19	1.37	1.63
每股经营现金流(最新摊薄)	1.11	0.86	1.22	1.01
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.53	2.99	3.43
估值比率				
P/E	62.88	67.02	58.36	48.83
P/B	35.67	31.57	26.64	23.27
EV/EBITDA	42.4	45.5	37.2	32.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033