

集团业务全面开花，长期稳健增长可期

证券分析师：程成

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513040001

E-MAIL: chengcheng@guosen.com.cn

联系人：马成龙

E-MAIL: machenglong@guosen.com.cn

高新兴（300098）业务梳理PPT

2018年1月25日



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

集团业务全面开花，长期稳健增长可期

摘要

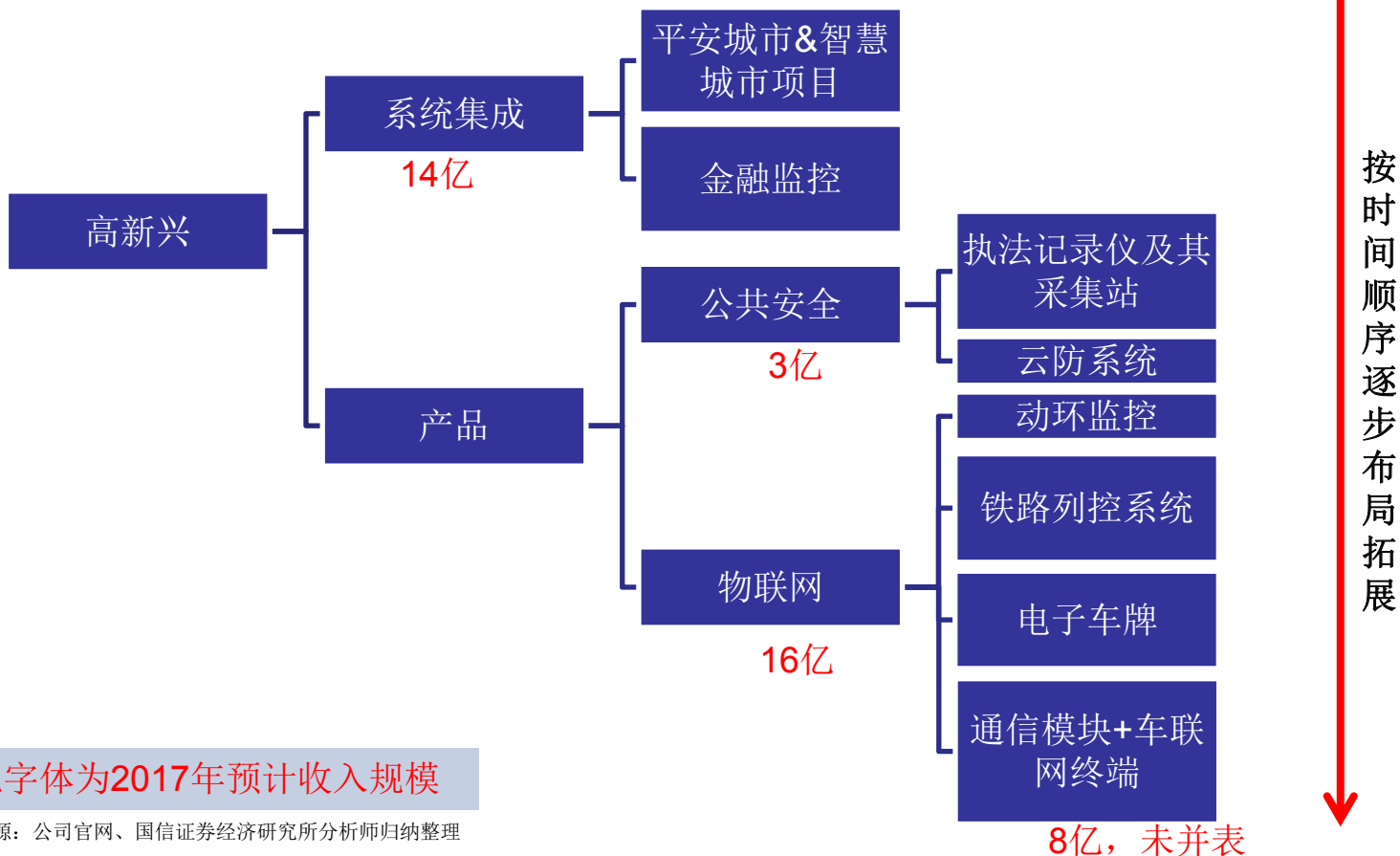
- 公司概况：业务板块梳理及商业逻辑分析
- 物联网：与时俱进，全力发展
- 平安城市：传统系统集成类业务，逐步降低业绩占比
- 公共安全：历史遗留产业，云防系统是亮点
- 投资逻辑与建议

- 公司概况：业务板块梳理及商业逻辑分析

公司业务版图

经过二十年快速发展，高新兴科技集团业务版图如下所示。

图：高新兴业务版图



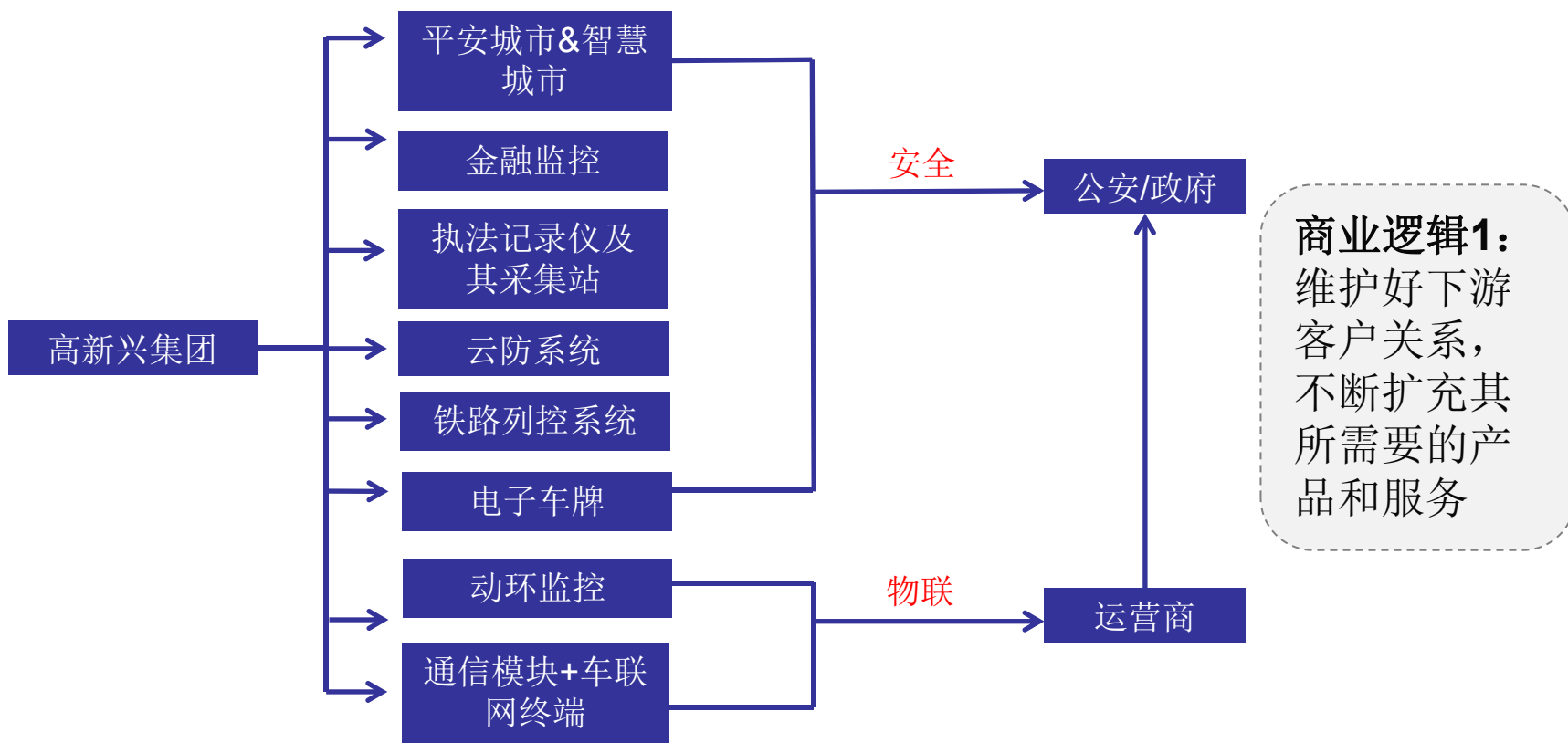
红色字体为2017年预计收入规模

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司业务布局方向1——安全、物联

公司的业务延伸方向紧紧围绕**安全**和**物联**两个方向，对应的客户分别是**公安系统**和**运营商系统**。

图：高新兴业务布局方向——安全、物联

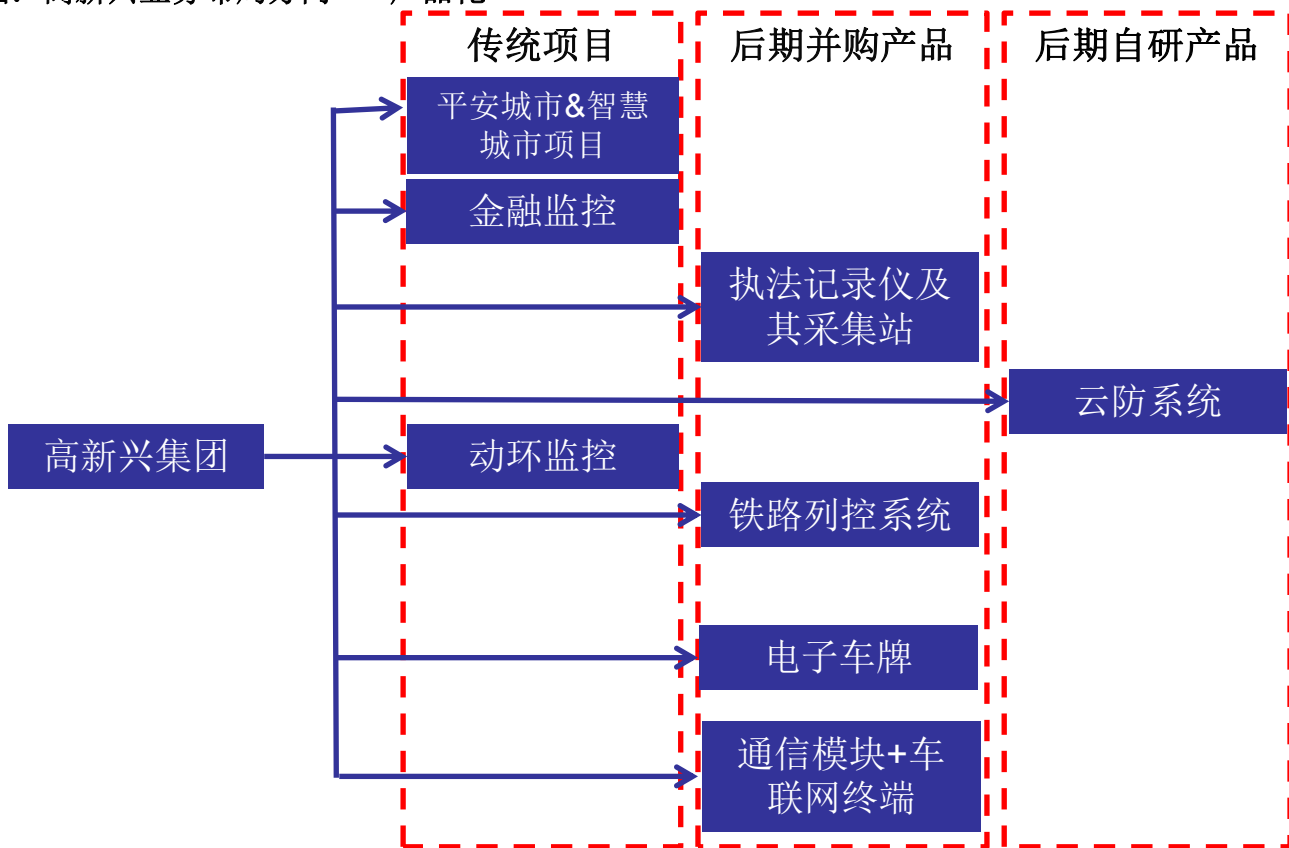


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司业务布局方向2——产品化

公司作为系统集成商，不断在整体解决方案中提高自有产品的占比，近年来不断并购或自研核心产品。

图：高新兴业务布局方向——产品化



商业逻辑2:

提高自有核心产品比例，有助于提高盈利能力、业务粘性和核心竞争力，同时标准化更易大规模复制，做大业务规模

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司业务拓展成效显著

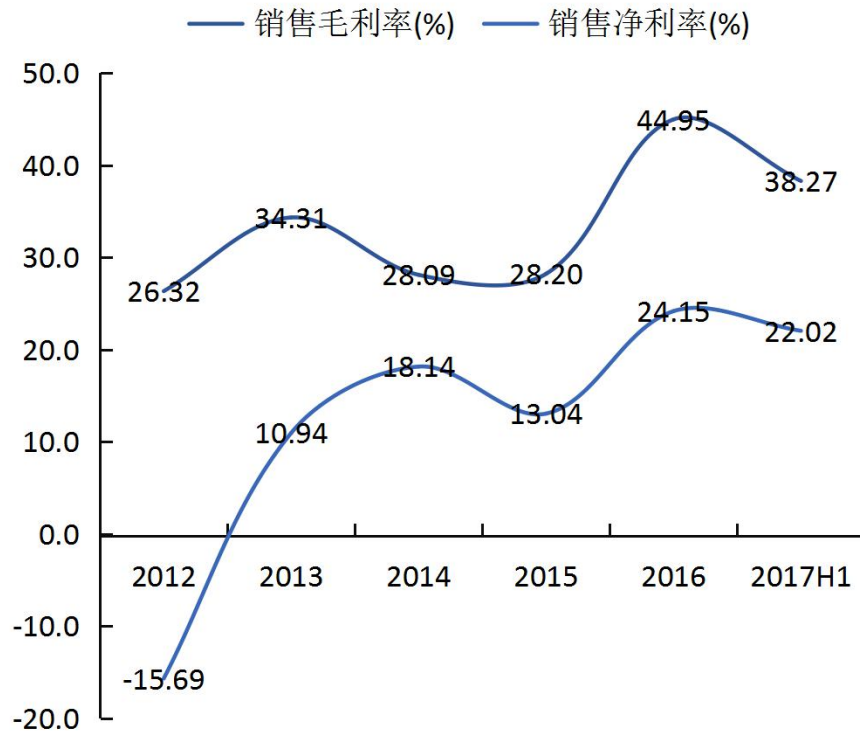
公司业务拓展成效显著，不仅营收规模不断增加，综合毛利率、利润率稳步提升。

图：公司2010~2017H1业绩增长情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：公司2012~2017H1毛利率及净利率变动情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

协同效应初步显现

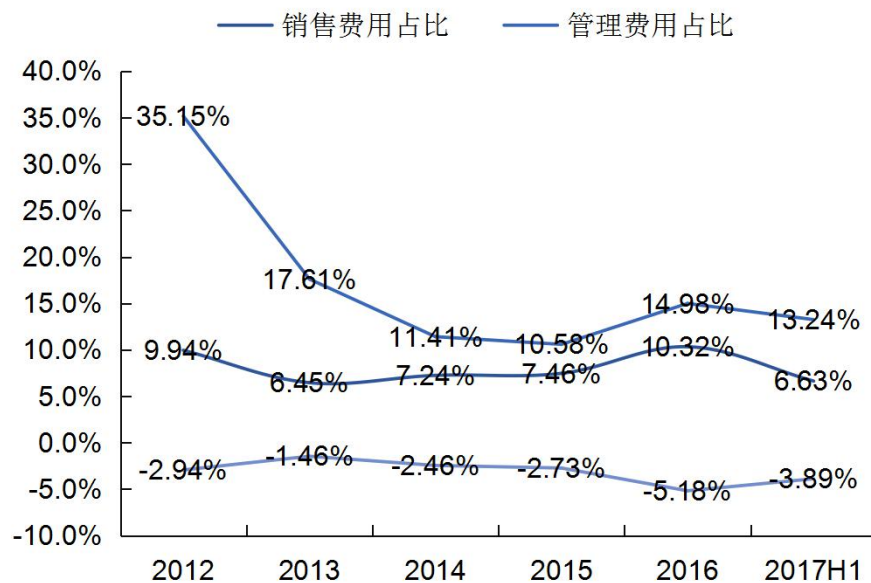
若将公司业务布局放在物联网整体解决方案的大框架下看，公司各项业务从技术层面可以形成较好协同。

图：物联网整体解决方案



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：销售、管理、财务费用占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

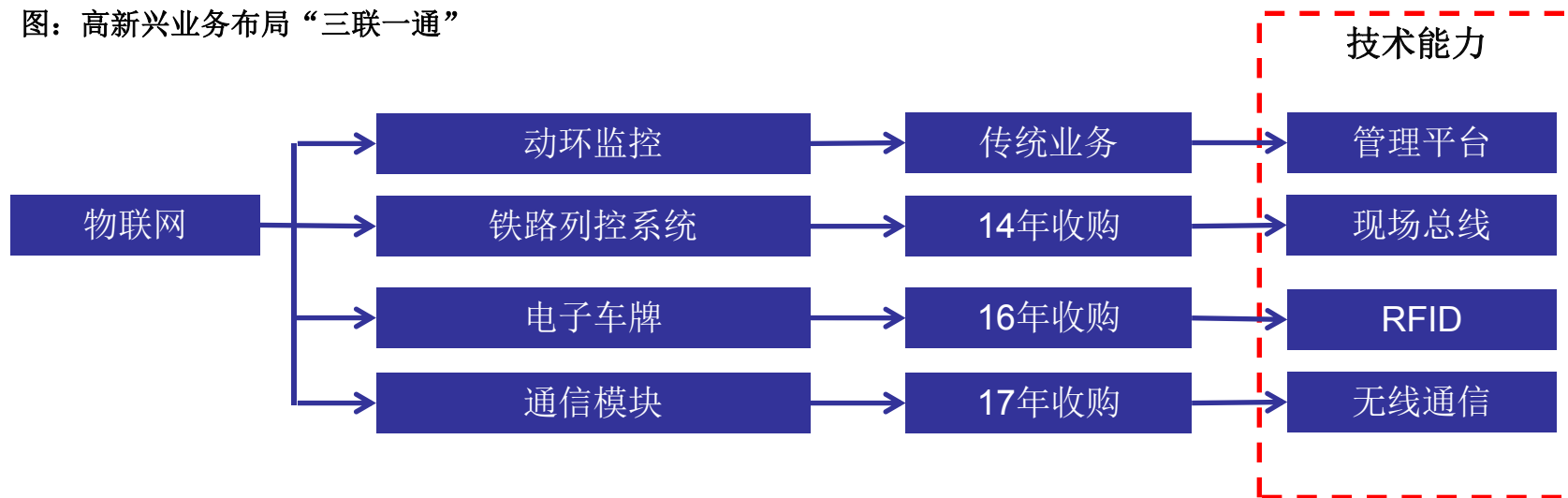
公司收购后，整体费用比率也呈稳步下降趋势，较好地实现了“1+1>2”的协同效应

●物联网：与时俱进，全力发展

公司物联网业务布局

公司物联网业务布局可总结为“**三联一通**”，即**通信事业部**（通信基站/机房监控运维）、**创联电子**（列控系统）、**中兴智联**（电子车牌）、**中兴物联**（无线通信模块、车联网终端、卫星电话）。

图：高新兴业务布局“三联一通”



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司自16年开始大力发展物联网，连续收购中兴智联和中兴物联，完成了**数据搜集、数据传输、数据管理与应用的完整技术链条布局**。物联网板块将是公司未来发展的重点，并有望成为主要利润和增速贡献部分。

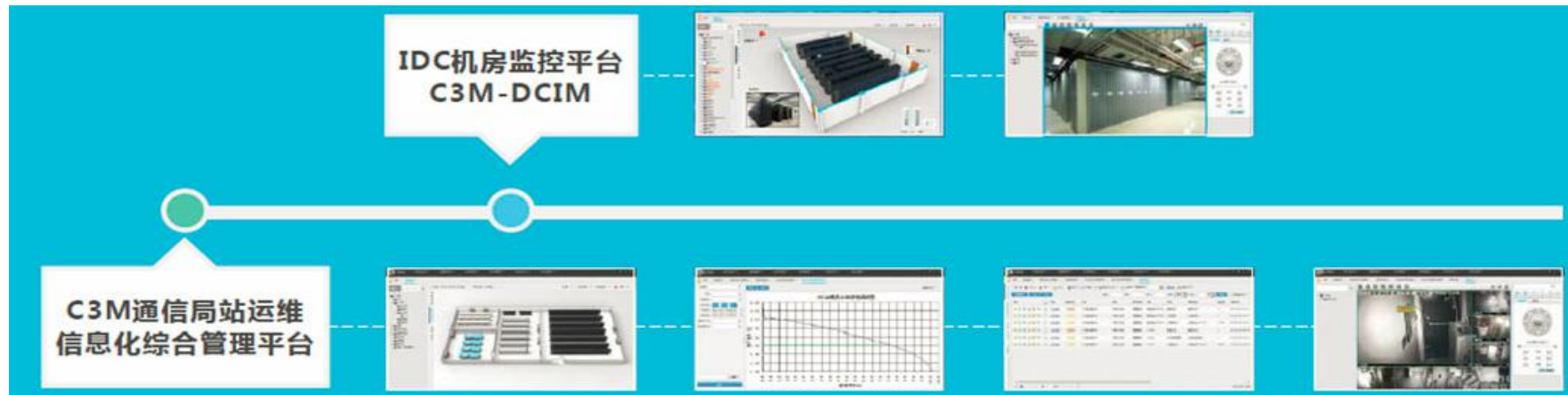
通信基站/机房运维

高新兴得以上市的传统业务。公司提供的通信基站/机房运维信息化系统、节能系统，累计为中国铁塔、中国移动、中国联通、中国电信等运营商建设和运营**30多万个**远程监控无人值守站点，业务遍布全国。

2015年，公司在铁塔集采和铁塔存量站改造获得较大市场份额，成为多个省级铁塔公司的首选供应商，业绩得以爆发。2017年，高新兴在中国铁塔市场份额提升至第一，市占率**20%以上**。

4G建设进入尾声的近两年，该业务保持稳定，增长缓慢，**5G密集组网时代，通信基站总数有望是4G的2倍，该业务将受益重回高增长。**

图：高新兴通信基站/机房运维示意图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

铁路列控系统

列控系统是实现铁路安全行车的核心系统，也是物联网技术在是铁路运输中的关键应用。创联电子是目前中国铁路列车运行控制系统产品的**六家核心供应商**之一，在 **GYK 铁路轨道车运行控制产品**市场中，是两家主要的供应商之一，产品应用于全国绝大部分铁路局及中国中铁、中国铁建等铁路建设施工单位以及轨道车生产厂商，基本覆盖国内目前十八个铁路局。

图：列控系统（创联电子）



GYK 轨道车运行控制产品部分硬件构成



轨道车安全信息化产品应用示意图



无线列调通信设备应用场景



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

表：列控系统供应商

列控系统供应商

创联电子

陕西西北铁道电子有限公司

北京锦鸿希电信息技术股份有限公司

北京世纪东方国铁电讯科技有限公司

上海复旦通讯股份有限公司

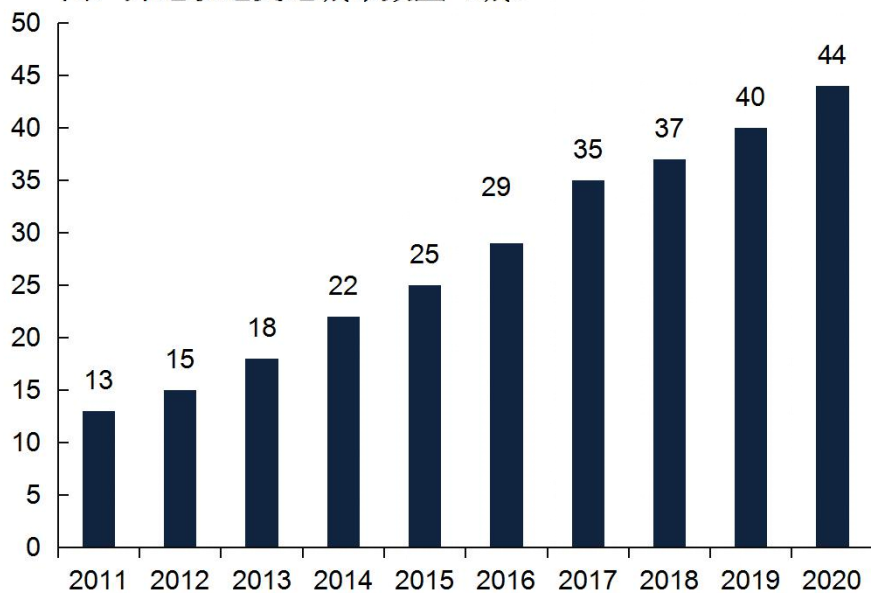
河南思维自动化设备股份有限公司

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

铁路列控系统

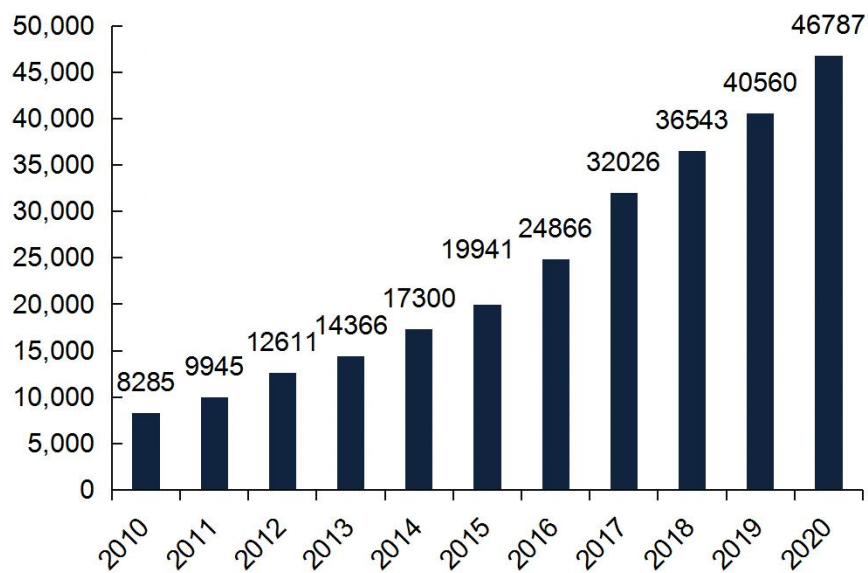
城市轨道交通潜力巨大，公司将充分受益。2016年底，中国有29座城市已建有轨道交通（地铁或轻轨），另有15座城市的轨交项目在建或获批。我国城区人口在300万人以上的城市可申报城市地铁交通建设，随着城镇化率的提高，轨交市场将继续保持快速增长势头。而公司的GYK铁路轨道车运行控制产品主要适用于<100KM/H的轨交市场和工程车市场，未来将充分受益。

图：开通轨道交通城市数量（城）



资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：城市轨道交通车辆数量(辆)

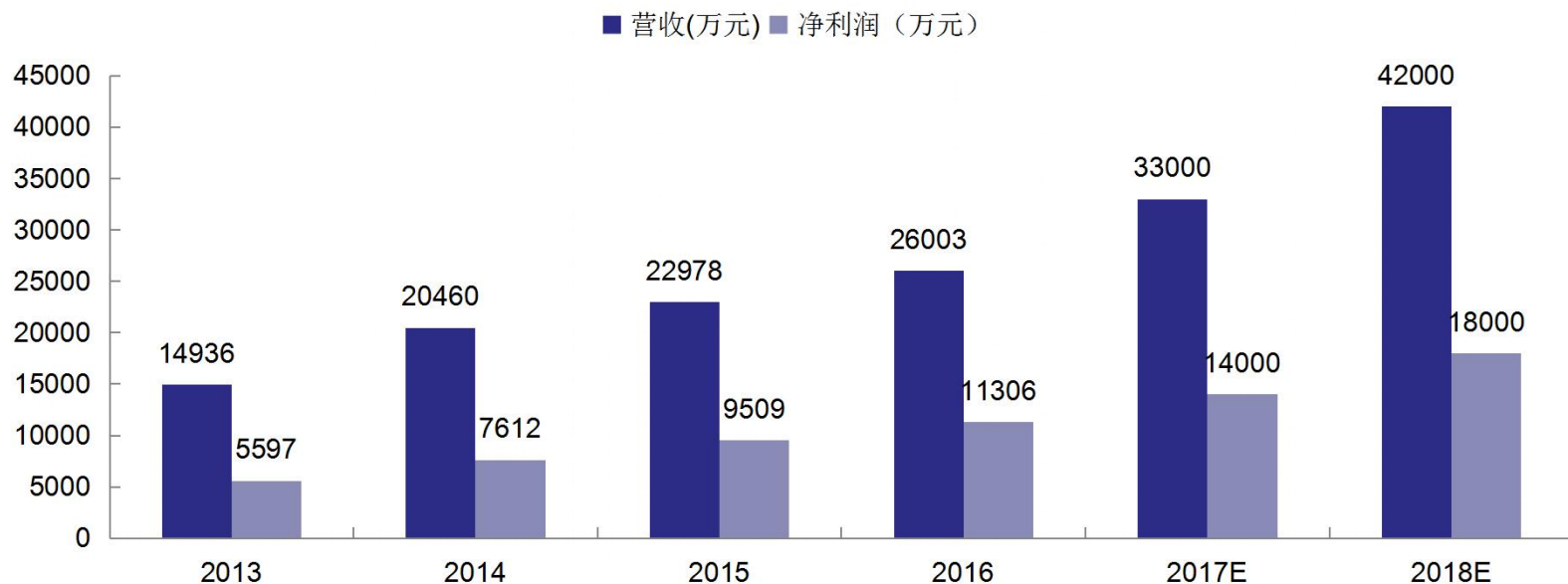


资料来源：中国产业信息网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

铁路列控系统

行业快速增长背景下，产品更新升级和业务领域拓展带来公司快速增长。公司列控产品目前不仅用在轨交市场，还成功拓展了油田、煤矿等工程市场。高新兴2015年100%收购创联电子，公司股东承诺2015年、2016年和2017年实现的净利润分别不低于9,100万元、10,920万元、13,104万元。**公司有望顺利完成业绩承诺。**

图：创联电子营收与净利润变化



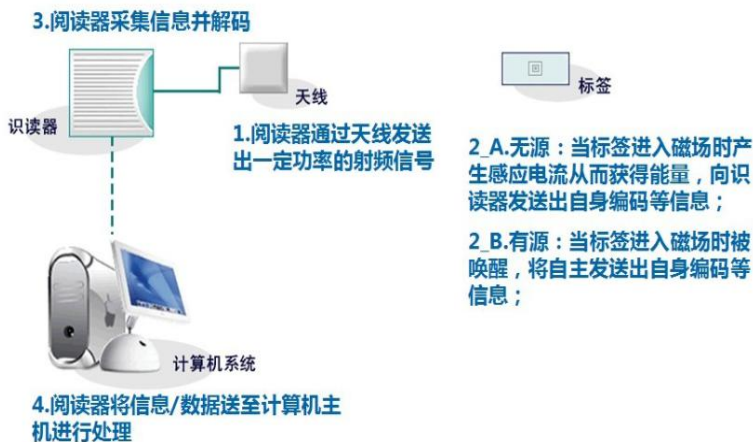
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

电子车牌

2016年，公司以148,406元人民币受让中兴通讯持有的中兴智联84.86%股权，获取其RFID技术与智慧交通行业解决方案能力。

中兴智联是原中兴通讯旗下专业从事RFID产品研发的子公司，拥有200多号研发人员，**国内规模最大**。其拥有RFID相关产品的自主研发实力，著有RFID核心专利近**400**项，**相关领域第一**。电子车牌即是基于RFID技术对道路交通实施智能管控的最新解决方案。

图：RFID工作原理



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：电子车牌示意图



资料来源：百度、国信证券经济研究所分析师归纳整理

电子车牌

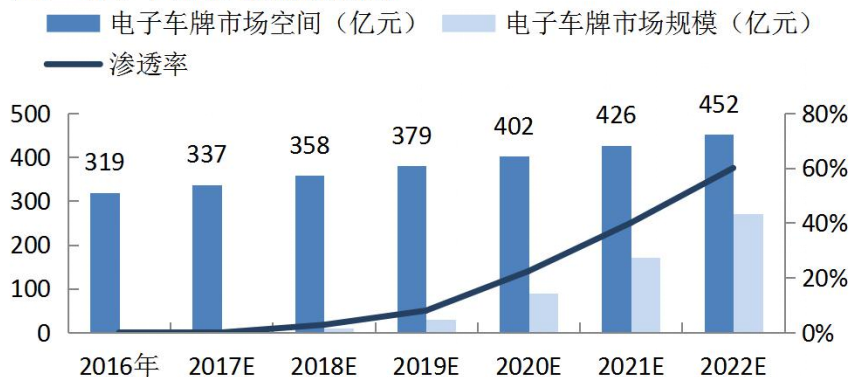
2017年12月29日，电子车牌国标落地，为项目落地扫清了障碍，2018年进入电子车牌应用“元年”。中兴智联在重庆市已有成熟应用示范项目，并领衔起草本次国标的编制，有望充分受益电子车牌发展，**业绩有望迎来爆发。**

表：电子车牌国标起草单位

公司	参与起草标准
中兴智联	4
睿芯联科	3
键桥电子	2
中电华大	2
坤锐电子	2
千方科技	1
金溢科技	1
华通智能	1

资料来源：国标委，国信证券经济研究所分析师整理

图：电子车牌市场规模预测



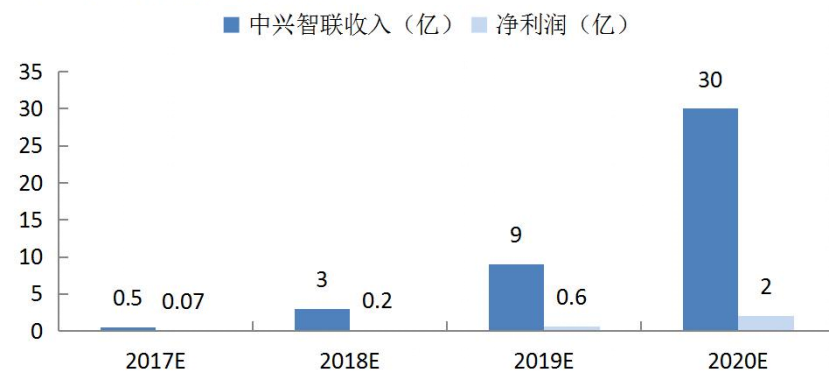
资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳预测

表：重庆市RFID示范项目建设费用

项目	金额 (万元)
RFID芯片电子牌照 (370万辆车)	22200
前端采集系统硬件及安装工程 (1000处)	4500
中心数据处理系统	2000
电子牌照发行服务系统	3000
路面检测点短程接入网络	600
税费动态稽查系统	1500
GIS及出行信息发布系统	500
行业应用系统	3000
总计	37300

资料来源：赛文交通网，国信证券经济研究所分析师整理

图：中兴智联业绩预测



资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳预测

中兴物联

2016年，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式，购买凯腾投资、亿倍投资、亿格投资、亿泰投资持有的中兴物联合计84.07%股权，合计持有中兴物联95.5%股份。

中兴物联拥有无线通信模块、车联网终端、连接管理平台等三大业务能力，能够打造**完整的行业应用解决方案**，在国内物联网第三方技术服务商中，处于数一数二的位置。

图：中兴物联完整行业应用解决方案示意图

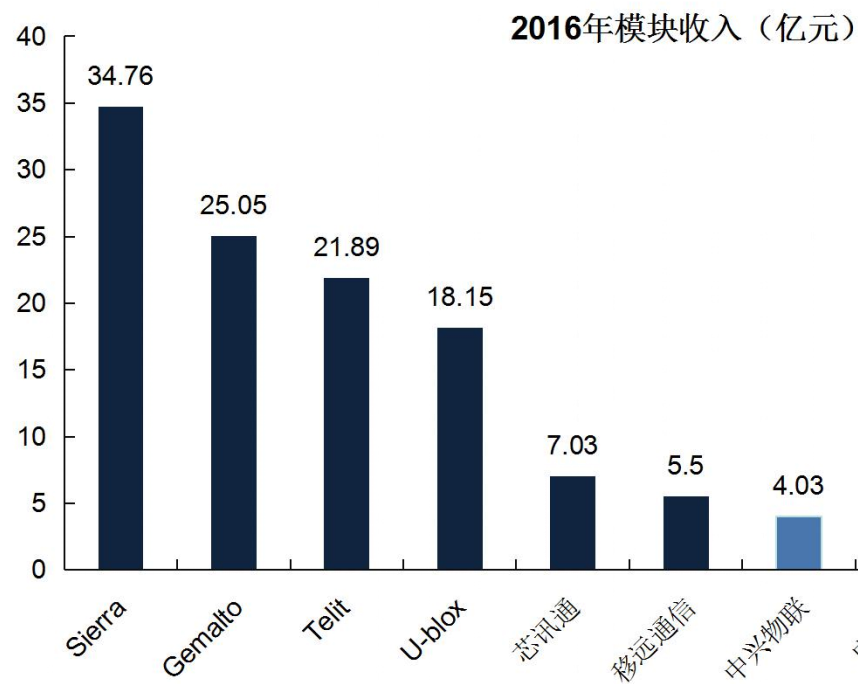


资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

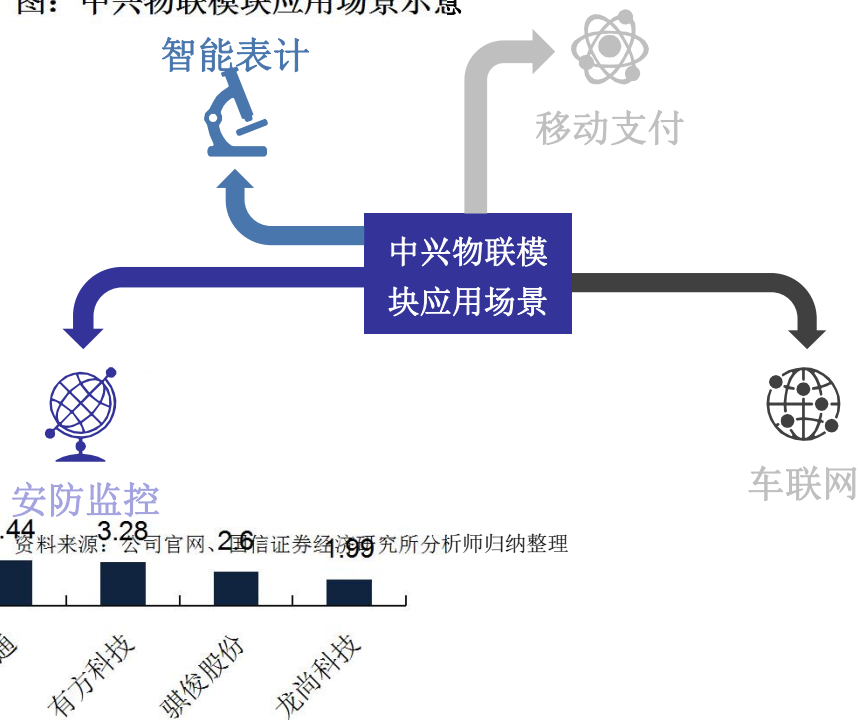
无线通信模块

模块方面，公司拥有包括2G、3G、4G在内的工业级及车规级蜂窝通信产品，以及Lora、NB-IOT等LoPWAN领域产品，累计出货量超过3500万片，在**国内属于领先地位**。目前出货量集中在**移动支付、智能表计、安防监控、车联网**等领域。

图：知名无线通信模块供应商业务规模（单位：亿元）



图：中兴物联模块应用场景示意

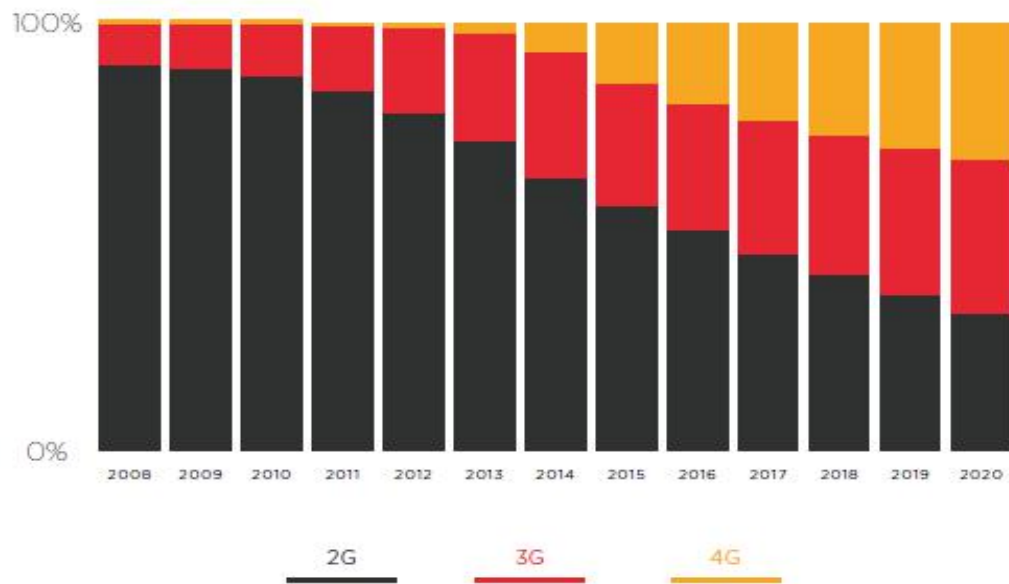


资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

无线通信模块

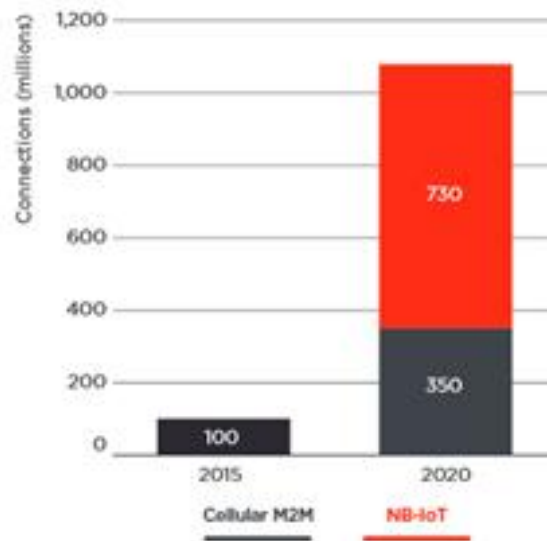
行业在**4G**升级趋势下已经爆发，明年**NB-IOT**补贴将进一步引爆行业。根据GSMA的预测，全球2014-2020年期间M2M总数将会以大约30%的复合年均增长率增长，而**4G**占整体出货量的占比将不断提升，增速将远超这一速率。另一方面，2G模块除了升级替代为4G模块外，向**NB-IOT**模块的转换也是一大趋势。GSMA认为到2020年，中国将有10亿的连接数，其中NB-IOT就有7.3亿，占73%

图：亚太地区2G/3G/4G占连接数比例预测



资料来源：GSMA、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中国蜂窝IOT连接预测（百万）



资料来源：GSMA、国信证券经济研究所分析师归纳整理

无线通信模块

根据我们的产业链调研，今年主流通信模块厂商收入增速都在80%左右，出货量大幅增加。预计明年在运营商大力补贴下，各大模块厂商受益继续保持高增长。

表：主流蜂窝通信模块厂商出货量预测（万套）

厂商	2016年出货量	2017年出货量
芯讯通	2200	4000
移远通信	1500	3000
中兴物联	440	700
广和通	400	550
龙尚科技	170	400

资料来源：国信证券经济研究所分析师整理及预测

表：运营商模组补贴一览

	中国移动	中国电信
模组补贴总额	20亿	2亿
补贴对象	10亿用于4G物联网模块，10亿用于NB-IOT模块	CAT1单模产品补贴额为40元/模块，NB-IoT产品补贴额20元/模块
NB-IOT资费套餐	20元/年和40元/年两档	20元/年，超过2万次加20元高频功能费
全国NB-IOT基站数	40万（拟）	31万
物联网目标连接数	2020年，6亿左右（2017年底已超2亿）	

资料来源：国信证券经济研究所分析师归纳整理

物联网终端

车联网产品领域，公司基于模块，开发出T-BOX、OBD设备、UBI终端等一系列车联网产品，与 AT&T、T-Mobile、TeliaSonera、Mojo、Octo 多家国际顶级运营商与TSP厂商达成了深度合作关系。除了这些后装类产品，公司还开发出前装4G车规级模块，并已经开始量产供应给吉列汽车。**随着北美市场的成功拓展，车联网终端类产品业绩近两年开始爆发，下一步向欧洲的拓展值得期待。**

图：中兴物联车联网产品线



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中兴物联车联网终端产品应用示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

物联网终端

卫星通信终端领域，公司具备深厚的研发积累与业务基础，已开发出T900卫星手持机、T950卫星便携式终端等卫星通信产品，能够同时支持卫星和地面全网通的卫星通信产品，可以兼容大S波段卫星通信、国产北斗定位等技术。公司与我国唯一的移动通信卫星运营商中国电信达成长期稳定合作关系。

卫星终端市场潜在空间巨大。卫星通信终端可广泛运用于**军队市场、海洋渔业市场、应急行业、野外作业、村通市场、航空市场以及某些民用市场**，根据中国电子网数据，保守估计我国海洋和陆地的用户数量在168.5万左右，而目前国内的卫星移动通信用户仅有几万个，上升空间巨大。

图：卫星通信示意图



资料来源：中国电子网、国信证券经济研究所分析师归纳整理



T900 手持机



T950 终端

据了解，中国电信新开了10万个卫星通信号码，该细分领域有望快速发展。

物联网解决方案

解决方案层面，公司通过自研物联网终端管理云平台，配合自身的硬件能力以及行业应用经验，在畜牧业、车联网等领域形成了完整的解决法案，**是国内少有的物联网解决方案提供商。**

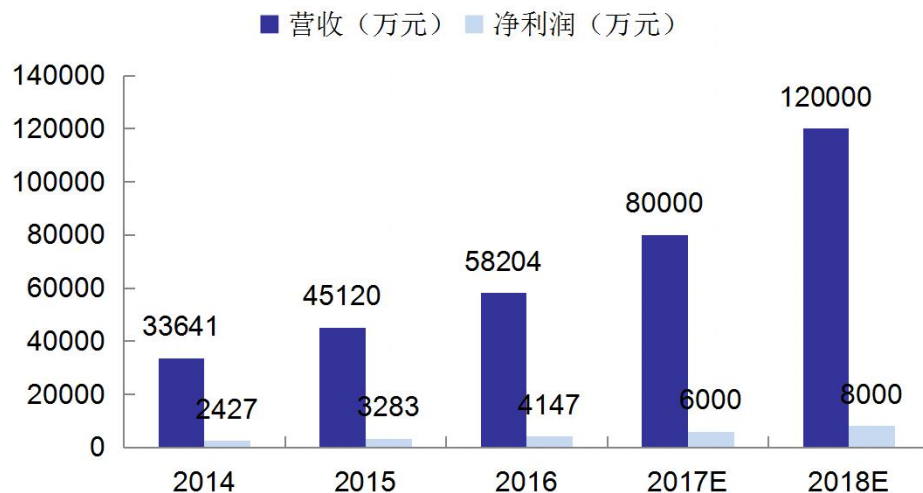
整体来看，公司近年来业绩稳步快速增长，在物联网行业即将爆发的当下，预计将继续保持快速发展。公司承诺2017-2019年合计净利润2.1亿，**预计将大幅超过此业绩预期。**

图：中兴物联网整体解决方案示意图



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：中兴物联网整体解决方案示意图



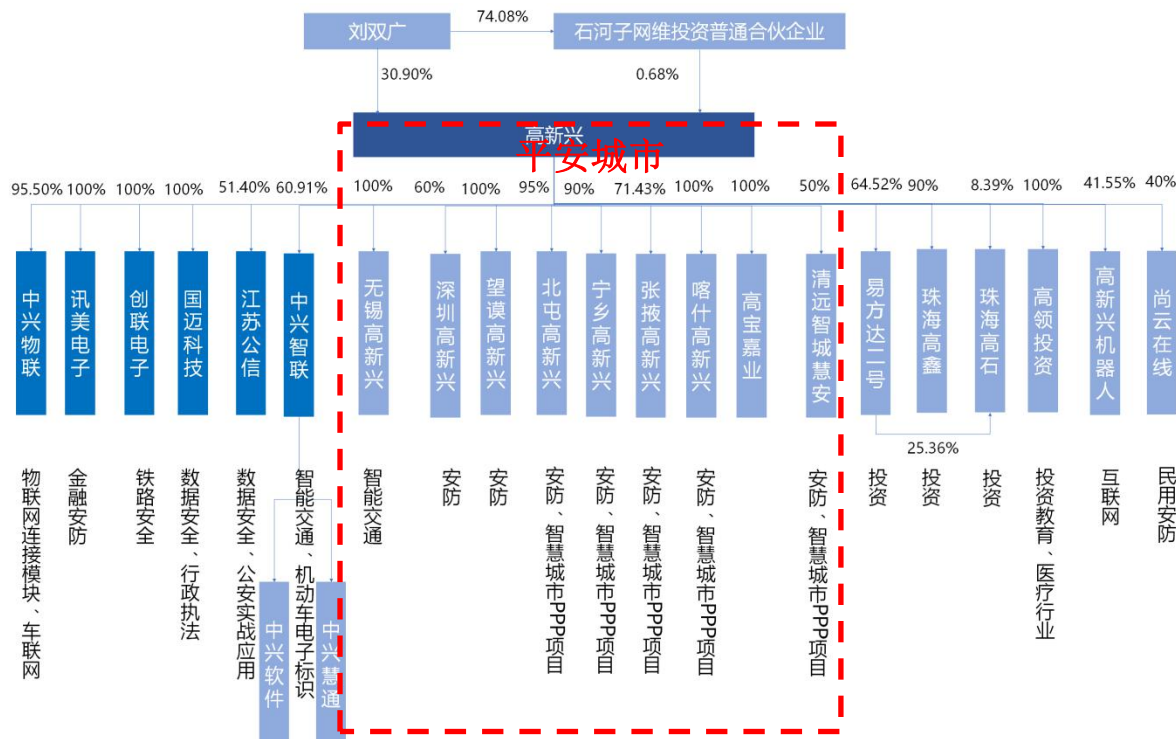
资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理

●平安城市：传统系统集成类业务，由数量向质量转变

发力平安城市，集团快速壮大

2012年左右，公司基于基站动环监控领域的安防技术和经验积累，并配合2011年收购的讯美电子，开始进入平安城市建设领域。2013年先后中标贵州望谟县、广东揭阳及智慧广州项目，业务规模开始迅速成长。公司多新建子公司来完成当地平安城市建设，随着子公司数量的增加，集团规模也与日俱增。

图：集团组织架构



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

发力平安城市，集团快速壮大

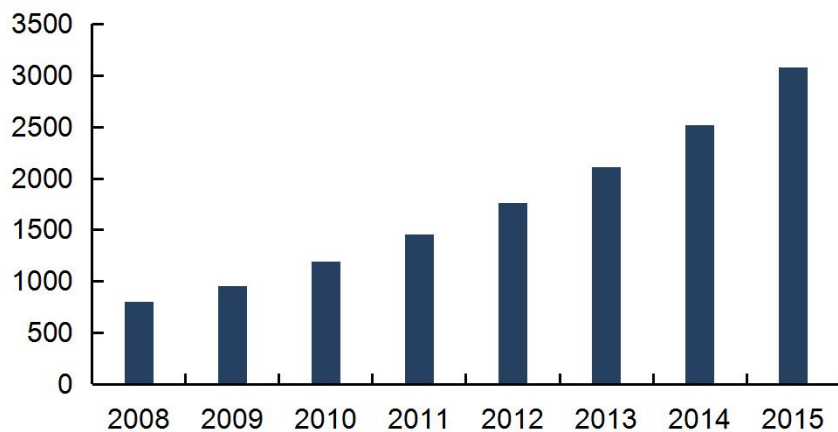
平安城市在政府支持下，过去十年经历了高速发展。

表：平安城市建设相关政策

中央层面	
中共中央办公厅 国务院办公厅	《关于加强社会治安防控体系建设的意见》
国家部委层面	
九部委	《关于加强公共安全视频监控系統联网应用工作的若干意见》
公安部	《公安发展“十三五”规划》
公安部	《全面深化公安改革》第41项任务
公安部	《公安部关于大力加强基础信息工作的意见》

资料来源：相关行业新闻网站，国信证券经济研究所分析师整理

表：2008年-2015年平安城市建设规模（亿元）



资料来源：相关行业新闻网站，国信证券经济研究所分析师整理

表：各地过亿平安城市招标项目

项目名称	城市	中标额 (万元)
青岛市黄岛区社会治安天网工程	青岛	48706
智慧公共安全系统政府与社会资本合作项目	雅安	44989
“天网工程”三期建设项目	长沙	43757
海口市“天网”二期PPP项目	海口	29649
PPP项目竞争性磋商项目	江阴	26500
“天网工程”提质扩容系统集成建设项目	张家界	26491
公共安全视频监控工程服务（智慧天网）项目	重庆	23911
新蒲新区天网工程二期建设项目	遵义	22792
...		
合计47项		

资料来源：相关行业新闻网站，国信证券经济研究所分析师整理

发力平安城市，集团快速壮大

在此背景下，借助在视频监控领域的技术优势，公司屡屡斩获大单。在2016年年底尚有未确认的在手订单在约15亿以上，截止2017年上半年，在手订单金额达到22.35亿。**预计2017年全年斩获订单规模不会低于2016年。**

表：2016年以来公司中标的部分平安城市项目

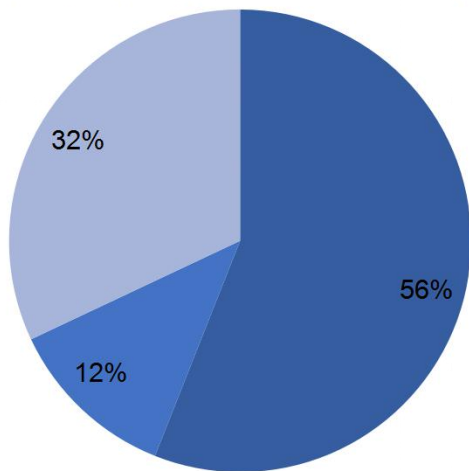
项目名称	项目金额	建设周期
海城市社会立体化防控体系建设项目（PPP）	总投资21470万元，其中建设投资13197.453万元	10年，其中建设期1年
张掖市智慧城市PPP项目	建设总投资5.4亿元（其中政府付费部分2.7亿元，使用者付费部分2.7亿元）	20年，其中建设期2年，运营期18年
宁乡县智慧城市PPP项目	4.61亿元	建设期3-5年，运营期10年
新疆喀什市智慧城市一期“平安喀什”建设项目（PPP）	27150万，其中建设投资13300万元	10年，其中建设期1年，运营期9年
清远市基于城市综合管理信息平台的社会治安、智能交通和市政管理视频监控系统工程PPP项目	31300万元	6年，其中建设期1年
黎平县2016年“天网工程”（公共安全视频监控建设联网应用）项目	6708.5万元	170天
平安深圳视频监控系统三期后端共享平台通用设备项目	5987.0651万元	
云南禁毒堵源截流数字化插孔体系西双版纳试点项目	138万元	
深圳海关旅客职能分类通关系统（面部识别设备）项目	318.2万元	
平安立山安防工程BOT项目	4182.768万元	

资料来源：相关行业新闻网站，国信证券经济研究所分析师整理

发力平安城市，集团快速壮大

图：公司各业务收入占比（2017E）

■ 平安城市（含讯美电子） ■ 公共安全 ■ 物联网

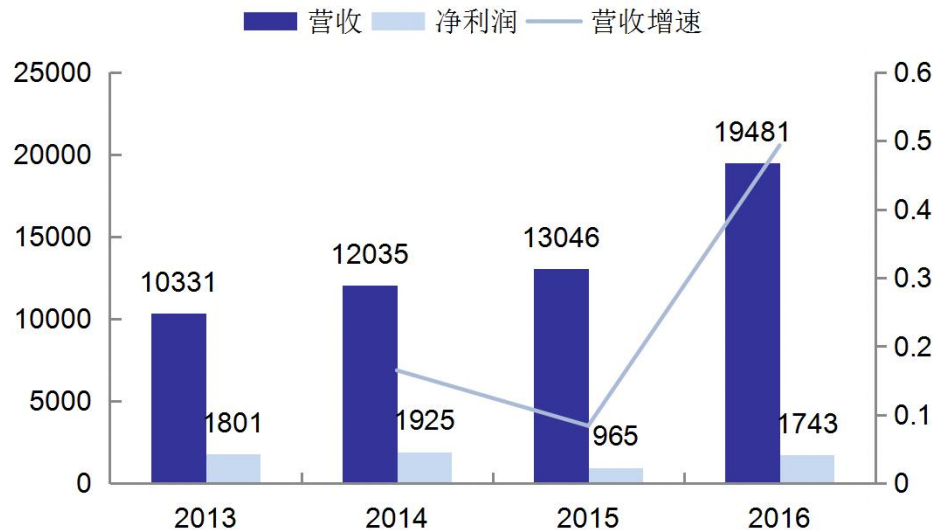


资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

公司平安城市的历史业绩难以拆分，但可以参照讯美电子的业绩增速推算，讯美电子和公司平安城市事业部共同按项目，业绩增速相当。

2017年，随着2016年15亿的平安城市/智慧城市订单的实施和收入确认，平安城市系统集成类业务收入约为14亿，贡献了公司**55%以上**的业绩。

图：讯美电子历史业绩



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

平安城市建设进入下半场，中国电信携高新兴入场

2015年4月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强社会治安防控体系建设的意见》，要求充分运用新一代互联网、物联网、大数据、云计算和智能传感、遥感、卫星定位、地理信息系统等技术，创新社会治安防控手段。2016年9月，在国务院出台《关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见》中，第一次明确提出要加快新型智慧城市建设的目标。目前，东部发达地区的中心城市已经基本结束大规模平安城市集中建设，开始由数量向质量的转变，智慧型平安城市成为建设重点；中西部欠发达地区的中心城市以及东部发达地区的二、三线城市的建设开始进入新一轮高速发展期。**平安城市建设进入下半场。**

中国电信提出转型3.0战略，新型智慧城市是着重推广的物联网三大应用领域之一，已经在25个省市自治区、229个地市开展了智慧城市合作。2017年8月，**高新兴成为中国电信智慧城市建设的战略合作伙伴。**

图：中国电信与高新兴签约智慧城市合作仪式



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

中国电信入股高新兴，合作全面开展

图：中兴物联接受中国电信“2016年度物联网最佳合作伙伴奖”



基于中兴物联和高新兴与中国电信的深度合作关系，在高新兴收购中兴物联的配套融资中，中国电信以股权投资基金的形式全额认购公司3.3亿的融资。此次股权层面的合作，将进一步加强中国电信与高新兴业务上的全面合作，包括**无线通信模块、卫星通信终端及智慧城市整体解决方案**。

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

●公共安全：云防系统是亮点

服务于公安信息化

公司2013年确立了其“**大安防**”战略，包括平安城市、金融安防、民用安防、通信监控等一系列安防场景，其中2015年并购的国迈科技也是这一战略延伸。2017年，公司将平安城市的系统集成项目中标准化的部分加以总结，打造了“**立体云防**”系统产品，可基本满足普适的城市安防信息化需求，方便大规模推广。**至此，形成了公司国迈科技+云防系统的公共安全业务板块。**

图：公安信息化解决方案

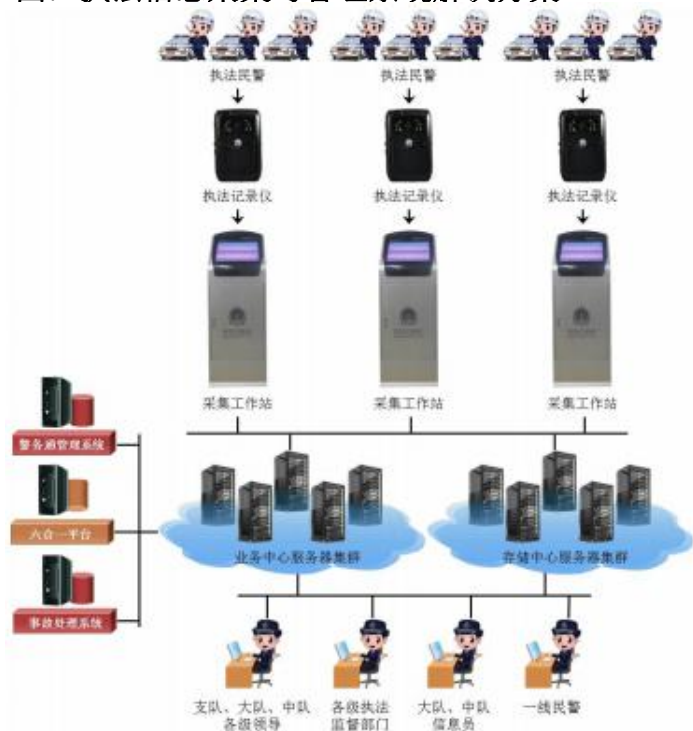


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

执法记录仪

广州国迈科技主要提供执法信息采集与管理系统解决方案，以及和数据安全相关的安全私有云存储平台、数据安全防护产品等。**核心在于提高公安执法数据采集的信息化水平，提高办事效率。**

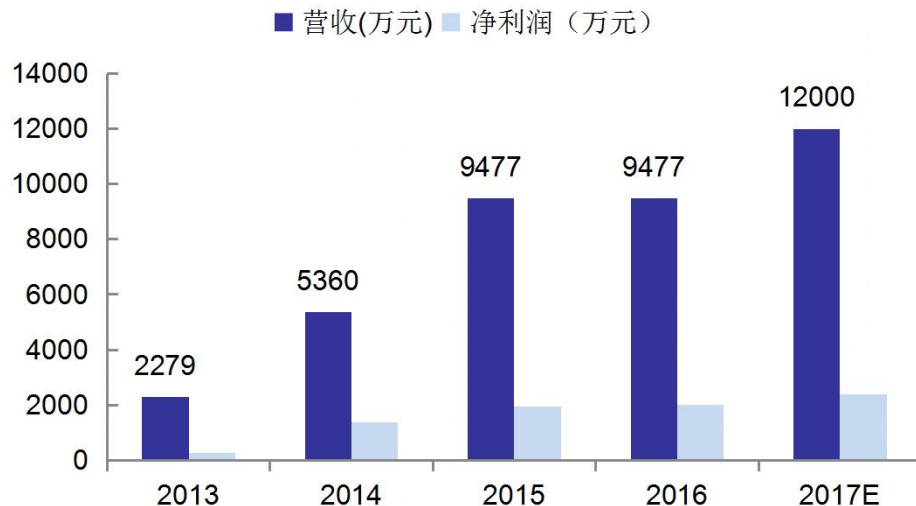
图：执法信息采集与管理系统解决方案



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年上半年，公司推出4G单警执法视音频记录仪，目前公司已拿下湖南、天津、陕西等三个全省级采购项目。至此，公司执法记录仪综合信息管理平台在15个省全省、361个市县区实现了应用。

图：执法信息采集与管理系统解决方案



资料来源：Wind，国信证券经济研究所分析师归纳整理

基于VR的立体防控系统

2017年，公司推出了业内首创的**AR立体防控解决方案——云防系统**

图：立体云防系统示意图



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所分析师归纳整理

云防系统一部分作为平安城市项目组成部分销售，另一部分作为单独产品销往各类第三方

云防系统采用AR增强现实技术，将视频中的背景信息进行结构化描述，使背景信息可搜索、可定位，并能实现GPS坐标映射、方位感知、视频联动等功能；同时，云防系统通过高点摄像机的鸟瞰视角掌握监控区域整体情况，通过调用低点摄像机从不同角度查看监控区域细节，能大大改善监控体验、指挥效率；此外，云防系统可与公安已建信息系统进行对接，指挥人员不再需要单独到每个系统上查看相关信息，所有重要信息都能在当前全局监控画面直观展示，极大地提高了工作效率，形成纵览全局和掌控细节的全方位立体化综合防控系统。

基于VR的立体防控系统

云防系统的推出，不仅是公司“云眼”摄像机的AR核心技术上的成熟，也显示了其自研大数据和云计算技术方面的功力。目前公司可基于云计算和大数据技术打造城市级云平台，广泛用于智慧城市中安防、交通、城管、教育、旅游、金融等领域。

图：AR摄像头示意图



资料来源：中国安防展览网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

图：视频结构化分析技术



资料来源：中国安防展览网、国信证券经济研究所分析师归纳整理

2017年上半年，公司已经在全国24个省、70多个市、130多个项目中成功布控云防系统试点，受到广泛好评，部分项目已形成合同。**2017年推出以来销售额有望超过一个亿，预计2018年将进入大批量销售期。**

● 投资逻辑与建议

看好物联网和大安全业务布局，维持“买入”评级

- 公司集团业务呈现全面向好趋势，传统的平安城市/智慧城市系统集成与公共安全业务平稳快速增长，物联网业务今年开始进入爆发增长期，唯一受行业影响的动环监控传统业务，也有望在5G时代重回高增长，看好公司长期发展。

- 我们预计2017/2018/2019三年公司净利润分别为4.0/6.2/8.1 亿元，对应39/25/19 倍市盈率，维持“买入”评级。

● 风险提示：

1. 物联网发展不达预期
2. 创联电子业绩不达预期
3. 公司各业务协同性释放需要时日

看好物联网和大安全业务布局，维持“买入”评级

表：高新兴业绩拆分

		2015	2016	2017E	2018E
系统集成	平安城市				
	营收		37550	140000	130000
	净利润		6057	12000	13000
	讯美电子				
	营收	13046	19481		
	净利润	965	1743	2000	2000
公共安全	国迈科技				
	营收	9477	9477	12000	15000
	净利润	1929	2020	2400	3000
	云防系统				
	营收			10000	30000
	净利润			2000	6000
物联网 (聚焦交通领域)	基站/机房动环监控				
	营收		35000	25000	28000
	净利润		10000	7000	8000
	创联电子				
	营收	22978	26003	33000	42000
	净利润	9509	11306	14000	18000
	中兴智联				
	营收	732	3255	6000	20000
	净利润	-456	450	700	2000
	中兴物联				
	营收	45120	58204	80000	120000
	净利润	3283	4147	6000	10000
合计					
营收	108059	130766	226000	365000	
净利润	14087	31576	40100	62000	

资料来源：Wind、国信证券经济研究所分析师归纳整理及预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

