



Research and
Development Center

银行 IT 领先企业，合作蚂蚁打造金融科技新生态

—— 润和软件（300339.sz）深度报告

2018 年 11 月 2 日

边铁城 行业分析师

蔡靖 行业分析师

袁海宇 研究助理

王佐玉 研究助理

银行 IT 领先企业，合作蚂蚁打造金融科技新生态

2018 年 11 月 2 日

本期内容提要：

- ◆ **坚定转型之路，金融 IT 解决方案领先企业。** 润和软件成立于 2006 年，成立之初的主营业务是为国际、国内客户提供专业领域的软件外包服务。2012 年上市之后，公司通过一系列的外延并购完成了业务的转型和拓展，几项重要的并购包括完成对捷科智诚、联创智融等公司的收购。至 2017 年度，公司形成了以金融信息化、智能终端信息化、智慧能源信息化、智能供应链信息化为主要业务领域的业务格局，其中营收占比最多的是金融信息化业务。2017 年公司在中国银行 IT 解决方案市场占有率排名第 8，其中在业务类解决方案市场排名第 4，并在核心业务解决方案子市场排名第 2，市场占有率达 5.7%。此外，在金融行业软件第三方专业测试业务领域，公司已经是行业龙头，在人员技术能力、市场占比等方面具有领先优势。
- ◆ **金融信息化市场稳健增长，银行 IT 解决方案保持 20%左右增速。** 近年来，我国金融行业取得了稳健增长。以银行业为例，来自中国银保监会的数据显示，截至 2017 年年底，我国银行业金融机构总资产首次突破 250 万亿元，达到 252 万亿元，同比增长 8.7%。与 2012 年末的 133.6 万亿元相比，五年间资产规模增长了 88.6%，年均复合增速达到 13.5%。我国金融业的快速发展离不开金融信息化程度的提升。根据前瞻产业研究院的数据，2017 年我国金融信息化行业市场规模达到 1864.2 亿元，同比增长 7.82%。从行业分布上来看，银行业在金融信息化投入中的占比最大，2017 年度银行业信息化投入规模为 1153 亿元，占市场整体的 69.37%。其中，对于银行业 IT 解决方案市场，2017 年市场的整体规模达到 339.60 亿元，相比 2016 年增长 22.5%。IDC 预测该市场规模到 2020 年将达到 882.95 亿元，从 2018 年到 2022 年的年均复合增长率达到 20.8%。
- ◆ **与蚂蚁金服深度合作，面向中小银行科技赋能。** 2018 年 6 月份，公司与蚂蚁金融云签署《业务合作协议》，双方致力于在金融行业 IT 系统升级换代，共同为银行等金融机构提供创新金融科技服务、自主可控的平台产品及服务。此外，蚂蚁金服旗下子公司上海云鑫受让润和软件股东 5.0502% 股权，标志着双方合作的进一步深入。双方将以中小银行为共同的目标客户，以科技赋能的方式助其在服务中小企业的过程中提高竞争力。目前，公司与蚂蚁金服的各项合作进展顺利。“新一代分布式金融核心系统”研发顺利，预计今年 12 月份将完成第一个版本的研发，并计划于 12 月份正式发布。公司基于“互联网金融平台”的金融科技运营服务已经有部分项目落地，并进入运营阶段。与蚂蚁金服的深度合作将助力润和软件从项目交付型向科技服务型转变。
- ◆ **联合华为推出物联网开发平台，智能终端信息化业务可期。** 在公司的非金融板块业务方面，公司今年主要战略调整方向是面向芯片和物联网。在智能终端信息化业务领域，公司拥有包括“芯片、平台、应用”的整体生态能力，以“一站式的交付模式”帮助客户快速研发产品、提

证券研究报告

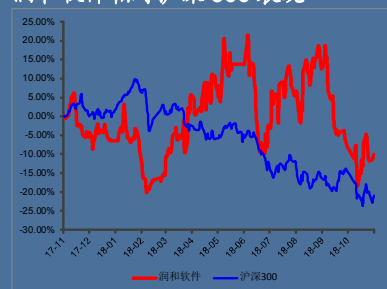
公司研究——首次覆盖

润和软件（300339.sz）



首次评级

润和软件相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据（2018.11.1）

收盘价(元)	10.44
52周内股价波动区间(元)	8.45-13.86
最近一月涨跌幅(%)	-3.38%
总股本(亿股)	7.96
流通 A 股比例(%)	79.38
总市值(亿元)	83

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

边铁城 行业分析师

执业编号：S1500510120018
联系电话：+86 10 83326721
邮箱：biantiecheng@cindasc.com

蔡靖 行业分析师

执业编号：S1500518060001
联系电话：+86 10 83326728
邮箱：caijing@cindasc.com

袁海宇 研究助理

联系电话：+86 10 83326726
邮箱：yuanhaiyu@cindasc.com

王佐玉 研究助理

联系电话：+86 10 83326723
邮箱：wangzuoyu@cindasc.com

高用户体验。润和软件携手华为 hikey970 人工智能芯片推出新一代 AI 边缘计算平台，是全球首个基于内置 NPU 的 AI 移动计算平台。润和软件协助华为推进开源化进程以及 HiAI 生态推广，将先进的开源成果落地到 HiKey 970 平台，将更多的开发者吸引到海思平台，同时依托 HiKey970 平台，形成围绕 AI 的端到端行业解决方案。在此过程中润和软件的智能终端信息化业务也有望迎来新的突破。

- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018~2020 年公司营业收入分别为 20.04 亿元、24.48 亿元和 29.66 亿元，归属于母公司净利润分别为 3.49 亿元、4.40 亿元和 5.17 亿元，按最新股本 7.96 亿股计算每股收益分别为 0.44 元、0.55 元和 0.65 元，最新股价对应 PE 分别为 24 倍、19 倍和 16 倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**金融客户对信息化重视度的提升；和蚂蚁金服合作产生实际结果；物联网等智能终端业务取突破。
- ◆ **风险因素：**新产品及新技术开发风险；公司规模扩大引致的管理风险；应收账款回收风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,314.97	1,611.97	2,003.90	2,447.91	2,966.33
增长率 YoY %	16.51%	22.59%	24.31%	22.16%	21.18%
归属母公司净利润(百万元)	303.58	249.41	349.01	439.93	516.56
增长率 YoY%	55.93%	-17.84%	39.93%	26.05%	17.42%
毛利率%	41.41%	43.66%	43.78%	43.92%	43.87%
净资产收益率 ROE%	9.04%	6.87%	8.17%	8.75%	9.39%
EPS (摊薄) (元)	0.38	0.31	0.44	0.55	0.65
市盈率 P/E(倍)	27	33	24	19	16
市净率 P/B(倍)	2.36	2.23	1.73	1.59	1.44

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 11 月 1 日收盘价

目 录

通过外延并购持续转型，形成以金融信息化为主的业务格局	1
金融信息化市场稳健增长，银行业占比七成	3
金融行业快速发展带动信息化需求增长	3
金融软件愈加复杂，催生第三方专业测试服务	5
与蚂蚁金服合作升级，面向中小银行开拓金融 IT 业务	6
推出符合 Bank3.0 要求新系统，助力银行系统升级	6
与蚂蚁金服战略合作，为中小银行科技赋能	8
联合华为发力物联网方向，智能终端信息化业务可期	10
公司财务分析	11
盈利预测、估值与投资评级	13
盈利预测及假设	13
估值与投资评级	14
风险因素	15

表 目 录

表 1: 润和软件与蚂蚁金服历次合作列表	9
表 2: 公司主营业务收入和毛利率预测	14
表 3: 部分 A 股可比上市公司估值情况	15

图 目 录

图 1: 2017 年度润和软件收入结构	2
图 2: 2012 至 2017 年度润和软件收入结构变化	2
图 3: 润和软件股权结构图（截止 2018 年二季度末）	2
图 4: 我国银行业金融机构总资产规模及同比增速	3
图 5: 我国保险公司保费收入及同比增速	3
图 6: 我国金融信息化投入规模及同比增速	4
图 7: 2017 年度我国金融信息化投入细分行业分布	4
图 8: 2016 年我国不同类型银行信息化投入占比	5
图 9: 润和软件提出了 Bank3.0 架构	6
图 10: 润和软件业务枢纽平台架构	8
图 11: 农村商业银行数量变化	8
图 12: HiKey970 开发板	11
图 13: 润和软件 Secure96 扩展板	11
图 14: 润和软件上市以来业绩表现	12
图 15: 捷科智诚和联创智融净利润（万元）	12
图 16: 润和软件毛利率、净利率以及三项费用率（%）	13
图 17: 润和软件研发支出及占总营收比重	13

通过外延并购持续转型，形成以金融信息化为主的业务格局

公司成立于 2006 年由八位自然人共同出资设立，公司成立之初的主营业务是为国际、国内客户提供专业领域的软件外包服务。公司主要聚焦于“供应链管理软件”、“智能终端嵌入式软件”和“智能电网信息化软件”等三个专业领域。公司于 2012 年成功上市，上市之后，公司通过一系列的外延并购完成了业务的转型和拓展，几项重要的并购包括完成对捷科智诚、联创智融等公司的收购。至 2017 年度，公司形成了以金融信息化、智能终端信息化、智慧能源信息化、智能供应链信息化为主要业务领域的业务格局，其中营收占比最多的是金融信息化业务。

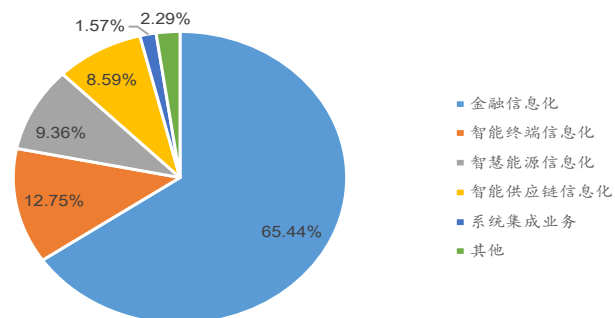
公司的金融信息化业务主要是通过一系列的外延并购以及多年的发展积累而来。2014 年 9 月，公司完成对捷科智诚 100% 股权收购。捷科智诚一直专注于以国内商业银行为主的金融领域第三方专业测试业务，包括银行核心系统运维测试、银行核心系统再造项目测试、自动化功能测试基准库等。2015 年 9 月，公司完成对联创智融 100% 股权收购。联创智融是金融行业信息化的整体解决方案提供商，围绕核心银行系统为银行打造完整的企业级 IT 解决方案，全面覆盖银行总体业务。2015 年 12 月，公司完成对菲耐得 100% 股权收购。菲耐得专注于中国保险行业信息化应用软件解决方案的研究与实施，为保险行业提供高附加值的行业应用软件、成熟的行业解决方案和专业技术服务。联创智融、菲耐得等优秀金融信息化服务公司的并购，使得公司金融信息化业务从以向银行提供第三方专业测试服务为主的业务能力升级为向银行及保险公司提供整体解决方案及产品的信息技术服务能力。

公司的智能终端信息化业务为芯片、整机、穿戴设备、智能家居、物联网等行业客户提供物联、智能的专业解决方案，具有完整的预研、设计、开发、测试的技术及实施体系，并以“一站式交付模式”帮助客户快速研发产品、提高用户体验。

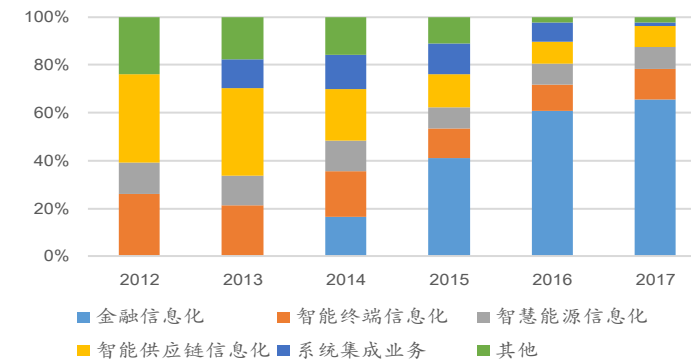
公司的智慧能源信息化业务以“物联传感”和“数据分析”技术为基础，向客户提供设备数据采集与分析、表计数据采集与分析、电网优化、生产移动作业管理、营销移动作业管理、综合能源服务等专业解决方案。主要客户包括发电企业、电网企业、新能源企业等，通过专业的系统状态分析和辅助决策模型，帮助客户实现用电的可靠、安全、经济、高效的目标。

智能供应链信息化业务是向国际、国内高端客户提供供应链管理解决方案服务，服务内容涵盖咨询、需求、设计、开发、测试、运维等软件开发全生命周期。

以公司 2017 年度营收结构为例，金融信息化业务在总营收中的占比达到 65.44%，占据绝大多数业务比重。智能终端信息化、智慧能源信息化、智能供应链信息化的营收占比分别为 12.75%、9.36% 和 8.59%。除了这四项主要业务外，公司还有少量系统集成及运维服务业务等。从上市之初到现在，公司的业务结构发生了很大的变化。之前占比较高的供应链信息化、智能终端信息化业务比重到 2017 年的占比都只有 10% 左右。而智慧能源信息化业务比重变化不大，系统集成业务占比也在 2017 年度出现较大幅度下降。金融信息化业务也逐渐成长为公司最重要的业务板块。

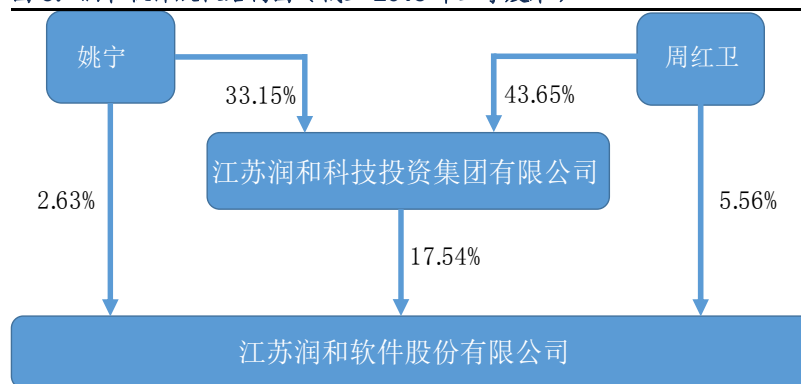
图 1：2017 年度润和软件收入结构


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2012 至 2017 年度润和软件收入结构变化


资料来源：Wind，信达证券研发中心

截止 2018 年三季度末，江苏润和科技投资集团有限公司持有公司 17.54% 股份，为公司第一大股东。公司董事长周红卫、副董事长姚宁共同持有江苏润和科技投资集团有限公司 76.8% 的股份，双方为一致行动人，共同掌握公司的实际控制权，暨为公司的实际控制人。

图 3：润和软件股权结构图（截止 2018 年三季度末）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

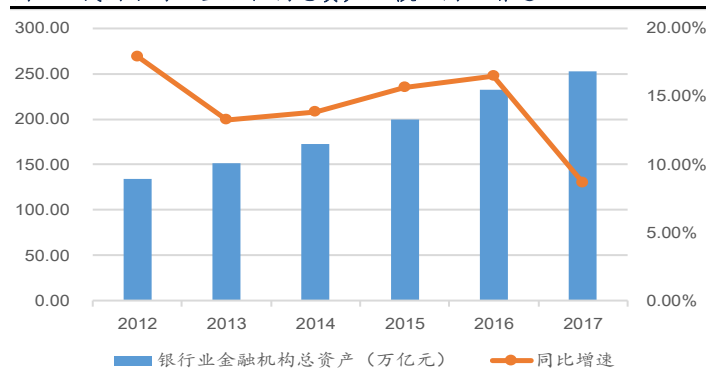
公司持股比例在 5% 以上的股东还有宁波宏创股权投资合伙企业（有限合伙）和上海云鑫创业投资有限公司，截止 2018 年三季度末分别持有公司股份 12.09% 和 5.05%。其中宁波宏创为公司在 2015 年度收购联创智融时引入的股东，为联创智融的原控股股东。上海云鑫为蚂蚁金服旗下企业，于今年上半年受让公司股东王杰、徐鑫淼所持部分股份，代表了蚂蚁金服对公司部分股权的收购。

金融信息化市场稳健增长，银行业占比七成

金融行业快速发展带动信息化需求增长

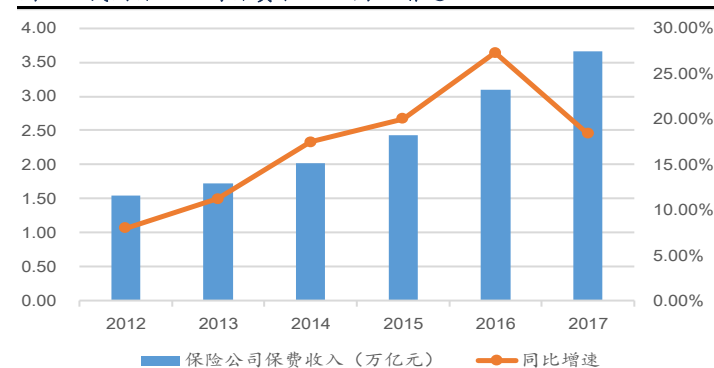
近年来，我国金融行业取得了稳健增长。以银行业为例，来自中国银保监会的数据显示，截至 2017 年年底，我国银行业金融机构总资产首次突破 250 万亿元，达到 252 万亿元，同比增长 8.7%。与 2012 年末的 133.6 万亿元相比，五年间资产规模增长了 88.6%，年均复合增速达到 13.5%。我国 2017 年保险公司保费收入达到 3.66 万亿元，同比增长 18.37%，与 2012 年的 1.55 万亿相比增长了 136.19%，年均复合增速达到 18.7%。

图 4：我国银行业金融机构总资产规模及同比增速



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：我国保险公司保费收入及同比增速



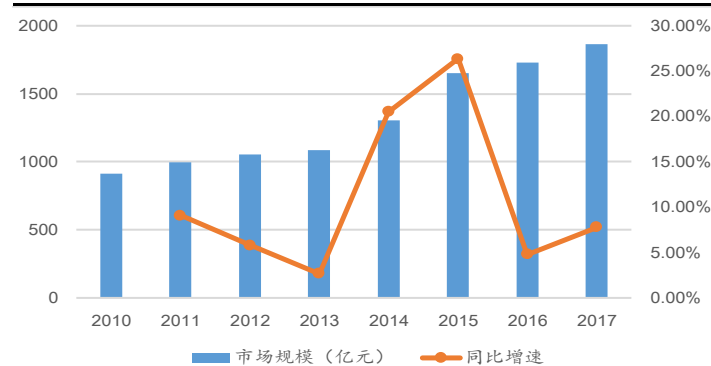
资料来源：Wind，信达证券研发中心

我国金融业的快速发展离不开金融信息化程度的提升，同时行业规模的增长也进一步推动了信息化建设需求的增长。根据前瞻产业研究院的数据，2017 年我国金融信息化行业市场规模达到 1864.2 亿元，同比增长 7.82%。此前的 2014 及 2015 年为金融信息化投入的高速增长期，2016 年投入增长略有放缓，但仍保持着稳健增长的趋势。从行业分布上来看，银行业在金融信息化投入中的占比最大，2017 年度银行业信息化投入规模为 1153 亿元，占市场整体的 69.37%，而保险及证券业的信息化投入比重分别是 20.40% 和 10.23%。对于占比最高的银行业信息化市场，IDC 预计到 2022 年其整体规模有望达到 1513.9 亿元，2018-2022 年年均复合增长率为 8.1%。保险业到 2022 年市场规模有望达到 423.5 亿元，2018-2022 年年均复合增长率为 13.5%。

目前我国银行业的信息化投入可以分为硬件、软件和解决方案三大类。其中，2017 年银行业 IT 解决方案市场的整体规模达到 339.60 亿元，相比 2016 年增长 22.5%。IDC 预测该市场规模到 2020 年将达到 882.95 亿元，从 2018 年到 2022 年的年均复合增长率达到 20.8%。到 2022 年，银行业 IT 解决方案市场规模在银行业整体信息化投入中的占比将达到 58.3%。目前我国银行业 IT 解决方案市场竞争较为分散，主要以国内厂商占据主导地位，前五大厂商市场份额占比在 20% 左右，分散度进一步

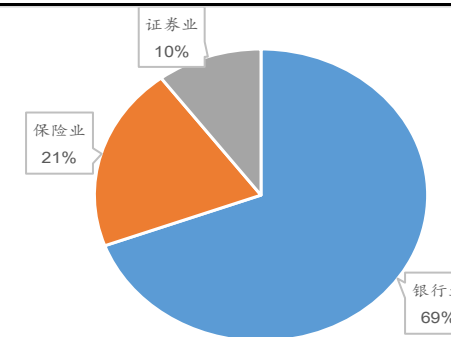
扩大。市场主要参与者包括文思海辉、宇信科技、神州信息、长亮科技、科蓝软件、天阳科技、润和软件、软通动力等。

图 6：我国金融信息化投入规模及同比增速



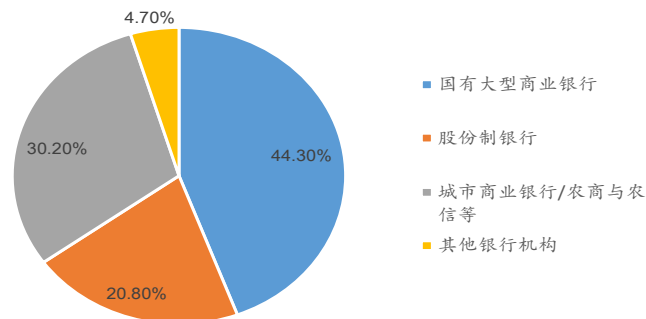
资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

图 7：2017 年度我国金融信息化投入细分行业分布



资料来源：前瞻产业研究院，信达证券研发中心

对于不同类型银行在信息化领域的投资占比，以 2016 年数据为例，国有大型商业银行投资比例最大，占到银行业总投资规模的 44.3%，接下来城市商业银行和农商、农合、农信等农村金融机构的投资占比达到 30.2%，股份制商业银行占到 20.8%。此外，以外资银行、政策性银行为代表的其他银行机构投资比例为 4.7%。可以看到，以城商行和农商行等为代表的中小银行已经在总信息化投入份额中占到三分之一左右，高于股份制银行的比重。中小银行对信息化投入的重视程度正在逐步加强。中小型商业银行由于起步较晚，其信息化水平与国有大型商业银行比有较大差距，平均水平较低。但中小型商业银行的信息化投入增长潜力更大，且由于规模不大，工程实施起来周期短、起点高，同时也有较强的依赖信息系统提升业务能力的需要。目前，中小银行的信息化建设重点主要在办公自动化、综合业务系统、网络建设、MIS 系统、网上银行等方向。

图 8：2016 年我国不同类型银行信息化投入占比


资料来源：中国产业信息网，信达证券研发中心

金融软件愈加复杂，催生第三方专业测试服务

随着金融行业的发展，新的金融交易模式和金融产品不断涌现，也对金融机构的信息化提出了更高的要求。金融行业软件具有集中度高、规模庞大、数量多、系统之间关联性强、业务复杂等特点。中小银行应用系统的数量普遍在 100 个左右，有一半银行超过 100 个应用系统，大部分保险公司拥有 10-50 个应用系统。例如，银行的业务系统就包括有 ACE/柜面、网上银行、电话银行、呼叫中心、信贷、资产托管、外汇买卖等等，各个业务系统之间也可能存在密切联系。因此，这就给金融机构信息系统的上线和更新带来的一定的困难，也催生了第三方的金融软件测试业务，即由独立的软件测评机构对测试软件进行可观、公正、科学的综合测试。金融行业软件测试的具体范围包括功能测试、接口测试、数据移植测试、性能测试、安全性测试、风险监控测试等多个方面。

相对于金融机构自身的软件测试能力，第三方测试拥有专业的测试工具以及经验丰富的测试人员，具有较强的金融软件测试能力。此外，第三方测试机构能够更加客观公正的进行测试活动，从而根据客户需求发现软件系统中存在的问题。第三方机构的权威性也有利于更好的协调客户和开发者之间的关系。目前，银行第三方测试服务每年的市场规模在 30-50 亿左右，并随着银行信息化投入的增长以及系统规模和复杂程度的上升而处在持续发展过程中。

与蚂蚁金服合作升级，面向中小银行开拓金融 IT 业务

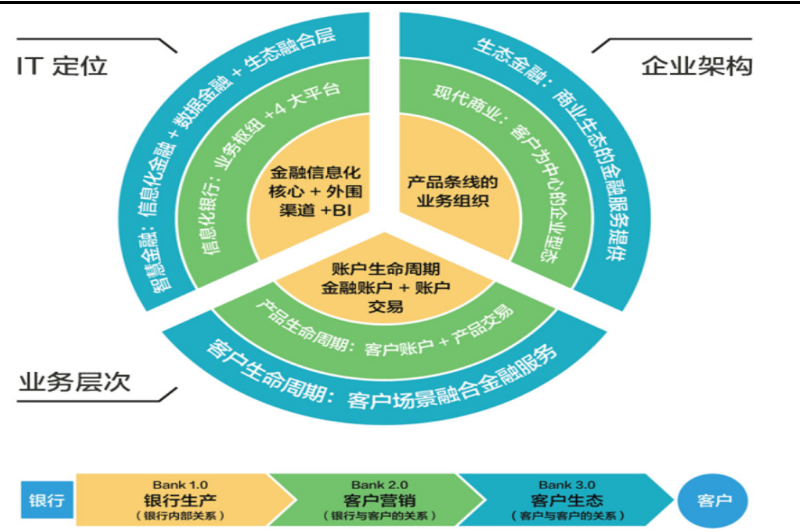
推出符合 Bank3.0 要求新系统，助力银行系统升级

经过多年的业务发展，公司的金融信息化业务已经在市场上取得了一定的市场占有率和较高的品牌影响力。根据 IDC 的研究报告显示，2017 年公司在中国银行 IT 解决方案市场占有率排名第 8，其中在业务类解决方案市场排名第 4，并在核心业务解决方案子市场排名第 2，市场占有率达 5.7%。此外，在金融行业软件第三方专业测试业务领域，公司已经是行业龙头，从人员技术能力、市场占比等角度而言都占据领先地位。

近年来，银行业的经营环境发生了巨大变化，整个银行业面临着利润增速放缓、银行产品和服务同质化、互联网金融冲击日益加剧、客户需求日以复杂、获客成本不断上涨等挑战。在这样的背景下，产品架构和创新能力被认为是提升客户体验、提高银行核心竞争力的基础。

润和软件提出了银行业正经历从 Bank1.0 向 Bank2.0 和 3.0 的转变。Bank1.0 时代的银行是以会计为主的账户管理，银行重点关注于内部的经营与核算、控制风险。Bank2.0 时代的银行定位以客户为中心，从内部账户运营逐渐转向关注产品运营。这个阶段的特点是银行内部存在诸多按照业务流程建设的业务信息系统，但也存在着新业务系统开发上线较慢等问题。Bank3.0 时代银行将产品运营能力开发给客户使用，让客户可以管理自己的客户、自己的产品、自己的上下游，并在平台上完成产品，能够做到快速为客户去定制金融产品，从而进行综合性的业务经营。

图 9：润和软件提出了 Bank3.0 架构



资料来源：联创智融官网，信达证券研发中心

Bank3.0 和 2.0 时代银行业务经营模式有明显差异。3.0 模式打破了原先银行各个业务系统之间较为孤立的存在状态，使得银行能够充分利用客户信息进行平台化经营。3.0 模式在解决传统业务流程的基础上，带来银行经营能力的提升，业务附加值得到提升。Bank3.0 和 2.0 时代由于银行业务经营模式的改变，其内部信息系统结构机构也将存在较大差别，体现在银行业务经营平台的构建。

Bank3.0 将在多个方面给银行带来经营能力方面的提升：

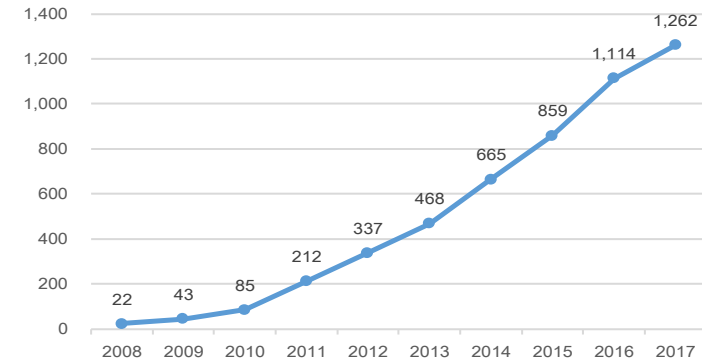
- 1) 通过快速的产品推出市场、产品组合的能力、灵活计价和交叉销售能力的提升，增强灵活性及外部差异化体验，可使银行收入增加约 10-40%；
- 2) 实现从账户为中心到以客户为中心的转变；
- 3) 支持产品模型化，有效支持产品的快速创新、及时响应市场需求；
- 4) 提供及时、有效的数据信息，满足销售和营销管理，企业精细化管理等要求；
- 5) 支持综合化经营和跨地域发展；
- 6) 引入国际领先的设计理念，满足未来业务发展需要。

公司推出的具有 Bank3.0 特点的以分布式机构为基础的新一代业务枢纽平台包括“客户中心、产品中心、交易中心、核算中心”等四个中心。该平台的核心价值在于具有客户管理与客户运营能力、产品快速创新与上架销售能力、全产品线的交易管理支撑能力、企业与客户的全方位会计核算能力，具有高可用、高性能、私密、弹性等特点。能够驱动银行业快速实现企业化运营转型。

公司目前的面向 Bank3.0 的业务系统架构以中小银行为主要目标客户。一方面，当前中小银行面临来自内部和外部的诸多困难。外部金融监管环境趋严、利率逐步市场化趋势，内部在人才、产品、技术上较为匮乏，与同行相比在产品同质化、业务投入等方面存在明显的不足。因此，中小银行普遍缺少高附加值产品、高客户粘性。另一方面，中小银行需要信息科技方面的投入以提升自身自主经营和提供差异化服务的能力。借助金融科技的力量，中小银行可以在产品定价、资源配置、数据安全和风险管理能力等方面得到能力提升。虽然单个中小银行的信息投入规模有限，但整体的市场规模依然较为可观，且以农商行为代表的中小银行数量处在快速增长状态。截止 2017 年末农村商业银行的总数为 1262 家，相较 2012 年的 337 家增长约 3 倍左右。

图 10：润和软件业务枢纽平台架构


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 11：农村商业银行数量变化


资料来源：Wind，信达证券研发中心

与蚂蚁金服战略合作，为中小银行科技赋能

公司与阿里巴巴的合作最早可以追溯到 2016 年。2016 年 1 月份，公司与阿里云计算有限公司正式签署《战略合作框架协议》，建立金融行业战略合作伙伴关系。双方共享各自领域的优势资源，在合作的业务领域形成合力，为金融行业客户提供端到端的“一站式”金融信息化解决方案。2018 年 1 月份，公司与北京蚂蚁云金融信息服务有限公司（以下简称“蚂蚁金融云”）签订战略合作协议。蚂蚁金融云为蚂蚁金服的全资子公司。公司与蚂蚁金融云将在金融科技产品集成和实施合作、金融科技和金融业务的合作拓展、品牌与市场合作等方面展开合作，有利于公司借助蚂蚁金服在基础平台、中间组建等技术能力，加快技术研发和市场拓展。2018 年 6 月份，公司与蚂蚁金融云签署《业务合作协议》，双方致力于在金融行业 IT 系统升级换代，共同为银行等金融机构提供创新金融科技服务、自主可控的平台产品及服务。此外，公司还与蚂蚁金服进行了股权层面的合作。2018 年 6 月 1 日，公司股东王杰、徐鑫淼与上海云鑫签署《股份转让协议》，将向上海云鑫转让其所持有的润和软件 40,220,000 股股份，占润和软件当前总股本 5.0502%。上海云鑫是蚂蚁金服的全资子公司，为蚂蚁金服的股权投资平台。股权方面的合作意味着公司与蚂蚁金服在合作层面的进一步深入，双方利益将更加一致，业务与技术方面的深度合作也值得期待。

可以看到，公司与阿里的合作从一开始的以阿里云为代表的信息技术能力的合作到后来面向共同业务目标的业务层面合作，再到最后股权方面的深度合作。双方的合作领域不断得到深入，目前已经在产品整合、资源共享、优势互补、团队协作等层面形成战略合作。

表 1: 润和软件与蚂蚁金服历次合作列表

时间	合作方式	主要内容	对公司意义
2016.1.20	润和软件与阿里云签订《战略合作框架协议》	1) 双方向金融领域客户推广相关基于云的运营服务; 2) 开展进一步的技术研发、技术创新; 3) 通过市场活动加深合作关系, 促进双方品牌的共同推广; 4) 致力于引领“金融产品云端化、金融机构云端化、金融服务云端化、金融创新云端化、金融风险控制云端化”的行业发展方向。	将开拓公司金融 IT 运营服务业务, 丰富公司金融 IT 服务的交付模式和核心竞争力, 增加公司金融 IT 业务的影响力, 进一步推动公司金融信息化服务从传统的线下服务转型升级到线上服务, 进一步促进公司业务规模和经营效益的增长。
2018.1.20	润和软件与蚂蚁金融云签署《战略合作协议》	1) 双方在软件和方案集成、软件和方案实施等金融云产品方向进行合作; 2) 润和软件作为蚂蚁金融云优先选择的金融科技业务拓展合作伙伴, 面向金融机构推进蚂蚁金融金融科技能力的合作输出; 润和软件及子公司联创智融可基于授权内容, 参与到蚂蚁金服有关金融业务的合作拓展中; 3) 双方将共同进行金融业务创新及金融科技实践能力的联合传播。双方将在品牌线上线下推广、产品和方案的市场推广、商业及技术合作内容宣传、行业客户交叉销售引流等领域展开深入合作, 以实现品牌和市场共同提升、客户资源相互导流、共同为客户提供优质服务的目标。	润和软件将与蚂蚁金服进行全方位合作, 借助蚂蚁金服在基础平台、中间组件等技术能力, 以及润和软件在金融企业级客户的服务实践, 加快技术研发和市场扩展。
2018.6.1	润和软件与蚂蚁金融云签署《业务合作协议》	双方在新一代金融行业系统架构升级上进行技术和商业合作。蚂蚁金融云为本次合作研发提供优势技术支持; 润和软件将在上述技术支持下完成产品研发, 并开始进行商业推广。利用蚂蚁金融云的完整技术堆栈优势, 发挥润和软件在金融行业的业务能力与应用经验, 双方在面向金融行业 IT 系统市场上共同开拓。润和软件根据金融行业客户需求, 推广蚂蚁金融云及其关联方的产品和服务。	有利于实现双方的优势互补, 有利于提高公司在金融信息化业务领域的核心竞争力, 对公司金融信息化业务领域的市场开拓及商业模式创新具有积极影响, 为公司持续、快速、稳定发展提供有力保障。

资料来源: 公司公告、信达证券研发中心

当前, 公司与蚂蚁金服合作的主要定位于给中小银行科技赋能, 帮助中小银行在服务中小企业的过程中提高竞争力。公司与蚂蚁金服将在以下三个方面展开合作:

- 1) 基于公司覆盖全国的专业交付能力, 将蚂蚁金服积累多年的技术产品, 包括分布式技术架构、移动运营技术架构、大数据技术平台、人工智能技术平台、金融风控平台、生物识别技术等金融级技术产品, 面向金融科技市场提供上述产品及产品实施服务;
- 2) 基于公司在国内商业银行解决方案领域多年积累的经验以及对金融 IT 应用的深刻洞察, 结合蚂蚁金服在领先的技术架构、互联网金融科技及运营能力, 共同研发“新一代分布式金融核心系统”, 共同打造融合移动银行、智慧银行、数字银行为一体的金融科技运营平台;

3) 基于公司开发的“互联网金融平台”，结合蚂蚁金服的互联网运营能力，面向中小商业银行提供互联网金融业务运营平台，帮助中小商业银行面向小微企业及个人开展基于互联网的普惠金融服务业务，推动公司金融科技运营服务业务的突破。

公司与蚂蚁金服的各项合作进展顺利。其中“新一代分布式金融核心系统”是融移动银行、智慧银行、数字银行为一体的金融科技运营平台，该平台产品的成功研发将在业内具备一定的领先性，该产品是公司多年金融解决方案的积累和沉淀，以及蚂蚁金服在数据服务、数据运营、互联网运营及分布式、大数据等底层技术上多年积累的融合，该产品的推出将会加强公司在金融科技服务的核心竞争力，会带来金融科技服务业务的增长。目前，“新一代分布式金融核心系统”研发顺利，预计今年12月份将完成第一个版本的研发，并计划于12月份正式发布。公司基于“互联网金融平台”的金融科技运营服务已经有部分项目落地，并进入运营阶段，在多个省份的多家客户中也已经进入实施阶段，完成实施后即转入运营阶段。

与蚂蚁金服的合作也将促使润和软件在收费模式上的转变。除了向中小城商行和农商行提供产品销售和产品实施服务带来的收入外，还将开拓在基于“互联网金融平台”的普惠金融服务业务中，按照平台服务的交易流量进行收费的新模式，有望对公司业绩带来重要补充。此种业务模式如果能够成型，其带来的收入规模将会随着平台流量规模的快速增长而得到持续增长。

联合华为发力物联网方向，智能终端信息化业务可期

在公司的非金融板块业务方面，公司今年主要战略调整方向是面向芯片和物联网。公司提供的物联网核心技术解决方案是以物联网终端为切入点，向客户提供专业的定制化服务，打造物联网一体化解决方案及定制能力，提供具有竞争力的物联网综合服务。目前公司的物联网及系统集成技术及软件已成功应用于汽车制造、电子商务、电子通信、制造、人社、公安和政府等众多行业，可以为行业化及客户个性化需求进行集成整合，提供云计算服务、物联网构建、信息资产管理、应用资产管理及集成解决方案等的IT服务。当前，公司也已经推出了面向行业应用的标准开发板，并推广到行业物联网解决方案厂商，解决方案厂商可以进行基于公司开发板的物联网产品研发；同时公司也基于原有业务基础，与有行业物联网解决方案发展能力的客户进行合作，在智能电网、智能零售等方向上已有初步意向的战略合作伙伴，随着未来合作协议的落地，公司将会启动与合作伙伴在具体物联网方向的物联网应用产品研发。

在智能终端信息化业务领域，公司拥有包括“芯片、平台、应用”的整体生态能力，为芯片、整机、穿戴设备、智能家居、物联网等行业客户提供物联、智能的专业解决方案，具有完整的预研-设计-开发-测试的技术及实施体系，以“一站式的交付模式”帮助客户快速研发产品、提高用户体验。在芯片业务领域持续深入，通过加入国际开源组织 Linaro，参与 96Boards 社区运作，深度参与核心客户的人工智能手机芯片的配套软件研发，拥有了基于人工智能芯片 HiKey970 平台的物联网解决方案提供能力。

其中润和软件携手华为 hikey970 人工智能芯片推出新一代 AI 边缘计算平台，是全球首个基于内置 NPU 的 AI 移动计算平台。它集成华为创新设计的 HiAI 框架及其他主流的神经网络框架，除了支持 CPU 和 GPU 的 AI 运算外，还支持基于 NPU 的神经网络计算硬件加速，能够让开发者进行深度学习算法、智能机器人以及智慧城市领域的开发，让智慧生活从想象成为现实。润和软件协助华为推进开源化进程以及 HiAI 生态推广，将先进的开源成果落地到 HiKey 970 平台，将更多的开发者吸引到海思平台，同时依托 HiKey970 平台，形成围绕 AI 的端到端行业解决方案。

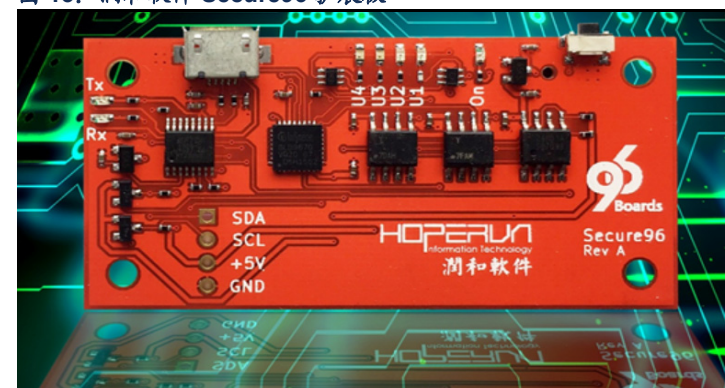
另一款产品 Secure96 是润和软件 2017 年在国际开源代码组织 Linaro 官网上推出的支持 TPM2.0 标准的 96Boards 扩展板，用户通过硬件即插即用方式，确保达到 TPM2.0 网络安全标准的扩展板。Secure96 应用场景十分广泛，只要用户希望在互联网安全领域中与国际接轨，提高自身在智能互联网中的安全能力，润和软件都可提供基于 TPM2.0 标准的解决方案和产品。自主研发的 Secure96 能够为国内希望达到国际 TPM 安全规范的厂商所采用，优势在于采用 Secure96 的硬件保护比采用软件保护更可靠，更不容易被篡改和攻击。

图 12: HiKey970 开发板



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 13: 润和软件 Secure96 扩展板



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

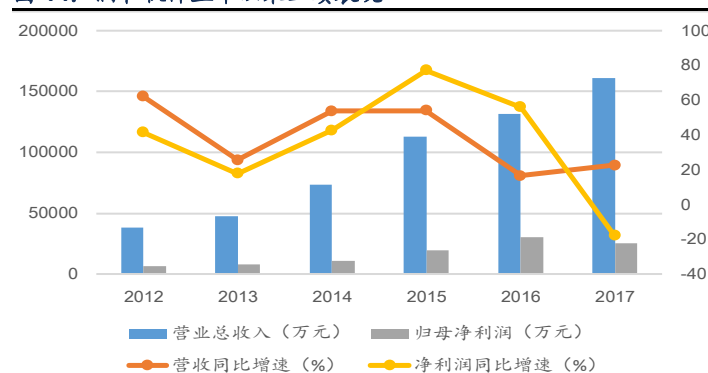
公司财务分析

润和软件自上市以来展现出了良好的业绩成长性，从 2012 年到 2017 年，公司的营业总收入从 3.80 亿元增长到了 16.12 亿元，年均复合增长 33.54%，归母净利润从 6554.8 万元增长到了 2.49 亿元，年均复合增长 30.64%。润和软件上市多年以来只有 2017 年度的归母净利润是负增长，其余年度营收及归母净利润保持双增长。2017 年主要是由于非经常性损益相比 2016 年出现大幅下降，2016 年度非经常性损益主要是由处置新智能流通业务以及处置子公司股权而形成的。2018 上半年，公司营收及归母净利润增速分别为 43.42%和 49.82%，表现出较强的业绩成长性。长期以来公司业绩的持续增长一方面受益于公司成

功的外延并购以及积极向金融信息化转型的战略定位，另一方面受益于行业整体需求的持续增长尤其是对于信息系统的升级需求旺盛。

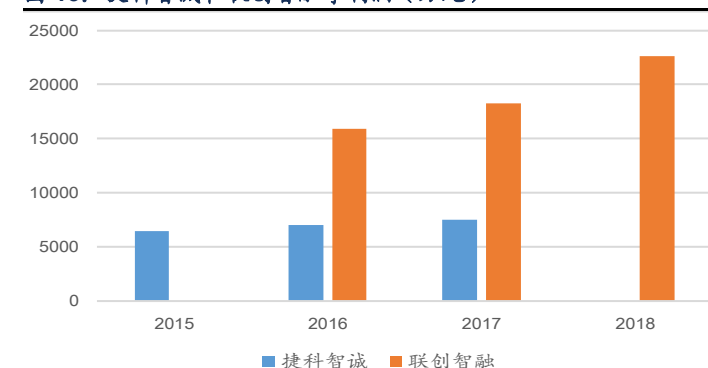
2014 年公司收购的捷科智诚于 2014-2016 三年累计实现净利润为 1.84 亿元，完成业绩承诺的 102.5%。2016 及 2017 年，捷科智诚依旧保持了快速增长势头，营收增速在 20%以上，净利润增速在 8%左右。2015 年公司收购的联创智融也已经在 2015 至 2017 年完成业绩承诺，2018 年度联创智融承诺的净利润为 2.26 亿元，若能够继续顺利完成，将成为润和软件今年业绩增长的保证。目前捷科智诚和联创智融在公司总营收和总归母净利润中已经达到较高比重，将是影响公司未来业绩的重要因素。2016 及 2017 年度，两者营收合计在总营收中的占比为 55%左右，在净利润中的占比则要更高。

图 14: 润和软件上市以来业绩表现



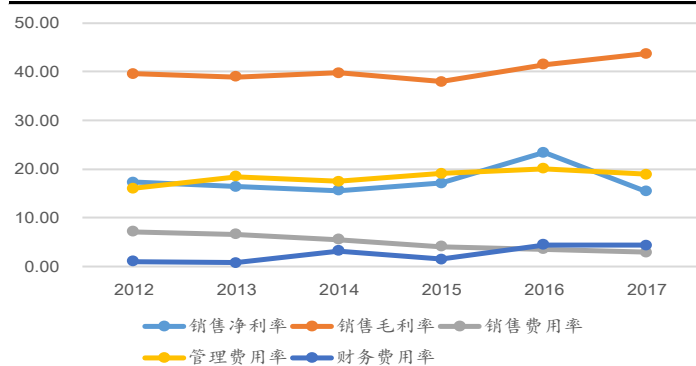
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 捷科智诚和联创智融净利润 (万元)

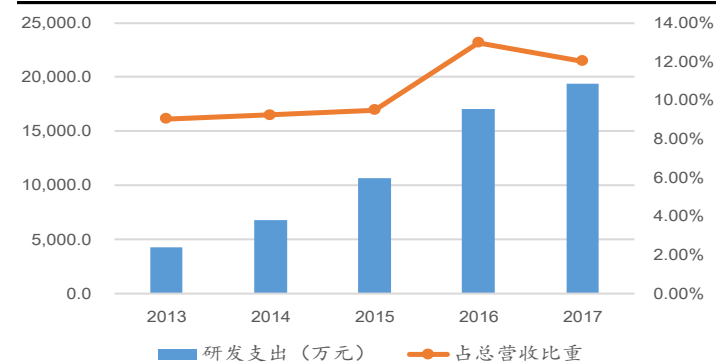


资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 2018 年为联创智融的业绩承诺

从毛利率角度来看，2014、2015、2016、2017 年公司毛利率分别为 39.71%、37.90%、41.41%和 43.66%，总体保持稳定且呈现上行趋势。公司历年净利率依次为 15.60%、17.11%、23.39%和 15.43%，除了 2016 年度净利率较高外，其余年度净利率也保持稳定。在费用管控层面，销售费用率在近些年出现明显下降，近三年管理费用率相较之前年份有所提升，其中研发支出比例的增长是重要因素之一。

图 15: 润和软件毛利率、净利率以及三项费用率 (%)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16: 润和软件研发支出及占总营收比重


资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、金融信息化业务是公司业绩的主要来源。目前整个金融信息化市场保持着年均 10%左右的增速，具体到银行 IT 解决方案则有 20%左右的增速。考虑到润和软件目前在市场上较为领先的市场地位，以及和蚂蚁金服合作之后在技术、品牌和流量方面的支持，我们预期公司 2018 年金融信息化业务的营收增速在 25%左右。未来两年润和软件和蚂蚁金服新产品的推出以及合作的持续深入有望给公司金融信息化业务带来新的增长空间，但目前出于谨慎性的原则对这部分业绩空间暂不予考虑，在此基础上预期公司 2019 及 2020 年金融信息化业务的营收增速在 20%左右。
- 2、智能终端信息化业务也是公司占比较大的业务板块。自去年以来，该项业务保持着较快的营收增速。上半年公司通过和华为的合作已经推出了全球领先的人工智能开发平台 HiKey 970，同时包含了人工智能、边缘计算、传感设备接入、数据加密等多种用途的开源开发板也已经推出，使得公司对物联网解决方案的提供能力和核心竞争力得到提升。我们预期，随着公司技术能力的提升以及和华为合作的深入，该项业务有望保持 30%左右的快速增长。
- 3、智慧能源信息化业务近年以来保持着较为稳定的增长。该项业务能够帮助发电企业、电网企业、新能源企业等客户实现用电的可靠、安全、经济，符合行业发展的大趋势。此外，对于这些客户公司维持着较为稳定的客户关系，我们预期未来几年业务收入能够保持 15%左右的稳健增长。

表 2: 公司主营业务收入和毛利率预测

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
金融信息化	营业收入 (百万)	800.93	1,054.86	1,329.12	1,634.82	1,994.48
	营业收入 YOY (%)	73.26	31.70	26.00	23.00	22.00
	毛利率 (%)	46.03	46.83	47.02	47.12	46.75
智能终端信息化	营业收入 (百万)	144.02	205.50	267.15	341.95	427.44
	营业收入 YOY (%)	1.29	42.69	30.00	28.00	25.00
	毛利率 (%)	41.16	41.35	41.50	41.34	41.40
智慧能源信息化	营业收入 (百万)	113.33	150.92	178.09	206.58	237.57
	营业收入 YOY (%)	15.84	33.17	18.00	16.00	15.00
	毛利率 (%)	39.49	41.02	41.00	40.50	40.84
智能供应链信息化	营业收入 (百万)	118.59	138.45	166.14	199.37	239.24
	营业收入 YOY (%)	-24.86	16.75	20.00	20.00	20.00
	毛利率 (%)	32.79	34.97	34.00	33.92	34.30
系统集成业务	营业收入 (百万)	105.49	25.34	22.81	20.53	18.47
	营业收入 YOY (%)	-26.66	-75.98	-10.00	-10.00	-10.00
	毛利率 (%)	27.87	31.43	29.56	29.62	30.20
其他业务	营业收入 (百万)	32.61	36.89	40.58	44.64	49.10
	营业收入 YOY (%)	-23.45	13.12	10.00	10.00	10.00
	毛利率 (%)	10.95	17.76	12.82	13.84	14.81
合计	营业收入 (百万)	1,314.97	1,611.96	2,003.88	2,447.88	2,966.30

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

估值与投资评级

按照公司现有股本 (796,410,841 股), 我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年的 EPS 分别为 0.44、0.55、0.65 元, 对应 2018 年 11 月 1 日的收盘价 (10.44 元) 的 PE 分别为 24、19、16 倍。而根据 Wind 统计数据的一致预期, 可比 A 股上市公司 2018 和 2019 年的平均 PE 分别为 32 和 25 倍, 高于我们对润和软件的预计。我们认为润和软件是金融信息化领域的领先企业之一, 与蚂蚁金服的合作将使得公司在技术、品牌、运营等方面的核心竞争力得到明显提升。考虑到润和软件目前价值较为低估的状态, 我们首次覆盖给予其“增持”投资评级。

表 3: 部分 A 股可比上市公司估值情况

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	PE (倍)		
				TTM	2018E	2019E
300348.SZ	长亮科技	21.44	68.93	75.5	50.0	34.5
000555.SZ	神州信息	10.11	97.40	20.8	22.1	21.5
300465.SZ	高伟达	6.61	29.55	61.0	23.5	17.7
300663.SZ	科蓝软件	14.63	29.47	72.9	-	-
	平均	-	56.34	57.55	31.85	24.58
300339.SZ	润和软件	10.44	83.15	27.4	24	19

资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 股价、市值以 2018 年 11 月 1 日收盘价为基准, 润和软件 PE 为信达预测, 其余为 Wind 一致预期。

风险因素

1、新产品及新技术开发风险。软件和信息技术服务技术发展日新月异, 更新换代很快。目前公司也正基于战略规划进行新产品的研发和新技术的布局。其中, 与蚂蚁金服联合研发的“新一代分布式金融核心系统”预计将于今年 12 月份推出。若新产品及新技术的研发进度不及预期, 可能会对公司未来的业务拓展带来影响。

2、公司规模扩大引致的管理风险。随着公司的业务规模持续增长及并购等资本运作, 公司的规模实现了高速扩张, 公司子公司的数量正逐渐增加, 从而对公司现有的管理架构及管理能力的形成一定的挑战。尤其是对并购吸收的子公司, 已经成为为公司贡献业绩的重要来源。公司需要不断加强对子公司的管理, 同时处理好在业绩承诺期结束之后对子公司员工的业绩激励, 使得子公司保持业绩的稳定增长。

3、应收账款回收风险。公司开发的软件业务从合同签订到验收需要经历设计、开发、测试和上线试运行阶段, 周期较长, 且大多项目依据合同分阶段验收, 项目验收与客户付款之间存在时间差, 这就导致了公司存在较多的应收账款。且随着公司业务规模的扩大, 应收账款有进一步扩大的趋势。虽然大部分应收账款属于 1 年以内的, 且客户以优质的银行和电力企业为主, 风险较小。但仍存在因为应收账款无法收回而对公司业绩产生较大影响的风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,621.57	2,003.30	2,988.59	3,417.03	3,926.37
货币资金	616.28	882.94	1,527.29	1,747.14	1,915.58
应收票据	6.51	11.92	14.82	18.10	21.94
应收账款	812.04	1,029.16	1,362.65	1,562.85	1,893.84
预付账款	13.13	18.89	23.43	28.55	34.63
存货	51.39	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	122.23	60.40	60.40	60.40	60.40
非流动资产	3,503.96	3,442.98	3,481.48	3,517.45	3,553.53
长期投资	51.26	14.40	14.40	14.40	14.40
固定资产	617.79	608.63	633.89	667.20	695.37
无形资产	92.74	99.39	110.56	117.12	119.40
其他	2,742.17	2,720.55	2,722.62	2,718.72	2,724.35
资产总计	5,125.52	5,446.28	6,470.06	6,934.49	7,479.90
流动负债	1,078.45	1,038.05	1,548.88	1,572.42	1,600.14
短期借款	641.00	710.00	840.00	840.00	840.00
应付账款	121.22	44.19	54.83	66.81	81.03
其他	316.23	283.86	654.06	665.61	679.11
非流动负债	488.12	673.98	113.98	113.98	113.98
长期借款	473.00	660.00	100.00	100.00	100.00
其他	15.12	13.98	13.98	13.98	13.98
负债合计	1,566.57	1,712.03	1,662.87	1,686.40	1,714.12
少数股东权益	35.48	1.05	1.82	2.78	3.91
归属母公司股东权益	3,523.47	3,733.19	4,805.38	5,245.31	5,761.87
负债和股东权益	5125.52	5446.28	6470.06	6934.49	7479.90

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,314.97	1,611.97	2,003.90	2,447.91	2,966.33
同比	16.51%	22.59%	24.31%	22.16%	21.18%
归属母公司净利润	303.58	249.41	349.01	439.93	516.56
同比	55.93%	-17.84%	39.93%	26.05%	17.42%
毛利率	41.41%	43.66%	43.78%	43.92%	43.87%
ROE	9.04%	6.87%	8.17%	8.75%	9.39%
EPS (摊薄)(元)	0.38	0.31	0.44	0.55	0.65
P/E	27	33	24	19	16
P/B	2.36	2.23	1.73	1.59	1.44
EV/EBITDA	11.93	22.70	18.24	15.42	13.40

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,314.97	1,611.97	2,003.90	2,447.91	2,966.33
营业成本	770.44	908.11	1,126.63	1,372.74	1,665.06
营业税金及附加	12.17	15.77	16.16	19.74	23.92
营业费用	47.38	48.26	71.50	87.35	105.84
管理费用	264.42	304.90	387.97	473.93	574.30
财务费用	58.86	70.25	65.31	48.45	48.74
资产减值损失	0.94	27.70	20.70	22.54	35.68
公允价值变动收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	48.66	5.75	36.04	30.15	23.98
营业利润	209.45	250.70	351.68	453.31	536.77
营业外收入	116.24	18.79	60.60	66.30	72.95
营业外支出	1.64	0.31	0.78	0.91	0.67
利润总额	324.05	269.18	411.50	518.70	609.06
所得税	16.52	20.52	61.72	77.80	91.36
净利润	307.54	248.66	349.77	440.89	517.70
少数股东损益	3.96	-0.75	0.77	0.96	1.13
归属母公司净利润	303.58	249.41	349.01	439.93	516.56
EBITDA	410.74	392.49	530.90	627.99	722.71
EPS	0.85	0.35	0.44	0.55	0.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	289.73	144.64	100.24	321.91	279.13
净利润	307.54	248.66	349.77	440.89	517.70
折旧摊销	43.59	53.40	51.55	55.11	58.95
财务费用	43.09	69.91	67.85	54.19	54.70
投资损失	-48.66	-5.75	-36.04	-30.15	-23.98
营运资金变动	-5.75	-242.19	-340.80	-207.60	-348.86
其它	-50.08	20.62	7.91	9.47	20.62
投资活动现金流	22.89	5.40	-41.22	-47.87	-55.98
资本支出	-75.11	-114.31	-77.26	-78.02	-79.96
长期投资	-69.16	48.70	36.04	30.15	23.98
其他	167.16	71.01	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-92.81	122.96	585.32	-54.19	-54.70
吸收投资	0.70	0.80	794.72	0.00	0.00
借款	66.68	277.00	-70.00	0.00	0.00
支付利息或股息	112.26	147.04	139.40	54.19	54.70
现金净增加额	226.56	266.27	644.34	219.85	168.44

研究团队简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

蔡靖，北京大学工商管理硕士，曾经从事手机研发，实验室管理等工作，IT 从业经验八年。2015 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

袁海宇，北京大学物理学学士、凝聚态物理专业硕士。2016 年加入信达证券，从事计算机行业研究。

王佐玉，北京外国语大学金融硕士。2017 年加入信达证券，从事电子行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。