

# 计算机

## 技术驱动增长，关注优质赛道和细分龙头

2019年12月03日

### ——计算机行业 2020 年度投资策略

行业评级：强于大市(首次)

**分析师：陈建生**

执业证书号：S1030519080002

电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csc.com.cn

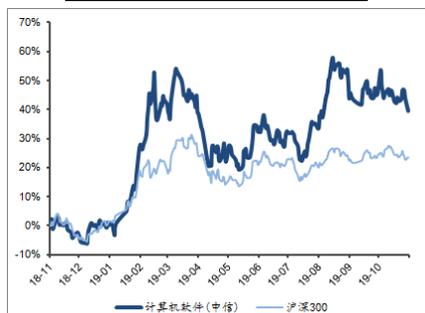
**研究助理：罗云扬**

电话：0755-23602217

邮箱：luoyy1@csc.com.cn

**公司具备证券投资咨询业务资格**

计算机行业与沪深 300 的对比表现



#### 行业数据与预测

**计算机(中信) 2019年Q3**

整体收入增速(%) 9.7

整体利润增速(%) 6.9

综合毛利率(%) 25.6

综合净利率(%) 5.2

行业 ROE(%) 4.21

平均市盈率(倍) 120

平均市净率(倍) 3.75

资产负债率(%) 42.56

数据来源：Wind 资讯

**请务必阅读文后重要声明及免责条款**

#### 核心观点：

- 1) **整体基本面有望回暖，行业分化持续。**计算机行业整体收入波动明显，扣非净利润增速下滑趋于筑底。而从经营性净现金流增速大幅提升上看，我们认为这或许是行业基本面回暖迹象。各细分领域来看，行业内的优质赛道以及细分领域龙头业绩表现均优于行业整体。
- 2) **新兴技术是行业未来增长的主要驱动力。**目前“云大物移智链”等新兴技术逐步进入落地应用的关键节点：2020 年是 5G 建设高峰期；以人脸识别和语音识别为代表的人工智能应用也在大面积落地；央行数字货币(DCEP)有望短期内发布。我们认为，新兴技术的落地应用将为行业打开全新的蓝海市场，驱动业绩增长。
- 3) **云计算仍是未来主线，我国云渗透空间巨大。**云计算是未来大数据、人工智能、物联网等技术落地的基础设施架构。全球云渗透率有望在 19 年突破 10%，未来将进入高速发展阶段。我国整体市场增速领先全球，以阿里巴巴为代表的 IaaS 厂商趋近盈利，未来各垂直领域云服务厂商预计将进入盈利能力大幅提升阶段。
- 4) **19-20 年电子病历评级仅是医院信息化建设爆发开端。**18 年底卫计委发布围绕电子病历的院内信息化程度评级标准，对医院评级做出了硬性要求，行业进入高速发展阶段。但参考美国 30 多年的电子病历发展史，我们认为 4 级的电子病历评级对于大型综合医院远远不够，未来国家有望继续出台相关政策，进一步深化医院信息化建设。
- 5) **信息安全需求随新兴技术发展而同步增加。**信息技术不断发展创新的同时，新的信息安全隐患也随之同步涌现。国家 19 年 5 月出台全新网络安全等级保护标准，以应对层出不穷的 DDoS、APT、挖矿木马等各类新兴网络攻击。信息安全增量市场将不断开拓，行业未来有望持续高景气。
- 6) **投资建议：建议关注优质赛道中业绩表现良好的细分领域龙头。**重点关注用友网络、宝信软件、启明星辰、卫宁健康、同花顺、雄帝科技、石基信息、创业慧康、深信服、中新赛克、恒生电子。
- 7) **风险提示：技术落地不及预期、技术更替期成本增加、国际环境变化、政策环境改变。**

## 目录

一、市场回顾：整体基本面或筑底，行业分化持续 .....	4
1、19年股市回暖，行业上涨幅度较大.....	4
2、行业业绩趋近筑底，前三季度CFO改善显著 .....	6
3、行业分化持续，细分领域龙头业绩表现优异 .....	8
二、云计算：云依旧是行业主线，行业渗透空间巨大 .....	10
1、全球云计算巨头业绩优异，行业持续发展确定性强 .....	10
2、国内云计算增速领先全球，增长空间巨大 .....	12
三、医疗信息化：信息化建设远未结束，行业高景气仍将持续.....	13
1、19-20年电子病历评级仅是我国医院全面信息化建设开端.....	13
2、龙头厂商享受更多行业红利 .....	15
四、信息安全：安全需求随信息技术发展而出现，行业发展态势良好.....	17
五、新一轮技术驱动，行业内生增长动力十足 .....	19
六、投资建议 .....	22
七、风险提示 .....	24
附录 .....	25

## 图表目录

FIGURE 1 19 年初至 19 年 11 月 28 日计算机指数与 A 股指数涨跌幅.....	4
FIGURE 2 19 年初至 19 年 11 月 28 日各行业指数（中信）涨跌幅.....	4
FIGURE 3 四大细分领域 19 年涨跌幅.....	5
FIGURE 4 卫宁健康、创业慧康与计算机指数近两年行情.....	5
FIGURE 5 细分龙头与跟踪标的 19 年行情表现.....	6
FIGURE 6 个股涨幅前十.....	6
FIGURE 7 计算机行业整体收入及增速(年度).....	7
FIGURE 8 计算机行业整体扣非净利润及增速(年度).....	7
FIGURE 9 计算机行业整体收入及增速(Q1-Q3).....	7
FIGURE 10 计算机行业整体扣非净利润及增速(Q1-Q3).....	7
FIGURE 11 计算机行业整体 CFO 及增速(Q1-Q3).....	7
FIGURE 12 计算机行业整体 CFO 及增速(年度).....	7
FIGURE 13 计算机行业三项费率及毛利率(Q1-Q3).....	8
FIGURE 14 计算机行业整体研发支出、增速及占收入比重.....	8
FIGURE 15 计算机行业 19 年前三季度净利润增速分布.....	8
FIGURE 16 按扣非净利润增速分布计算的各部分平均市值.....	8
FIGURE 17 子行业收入增速(全).....	9
FIGURE 18 子行业扣非净利润增速(全).....	9
FIGURE 19 子行业收入增速(剔除异常值).....	9
FIGURE 20 子行业扣非净利润增速(剔除异常值).....	9
FIGURE 21 计算机行业细分龙头收入及增速.....	10
FIGURE 22 计算机行业细分龙头扣非净利润及增速.....	10
FIGURE 23 跟踪标的收入及增速.....	10
FIGURE 24 跟踪标的扣非净利润及增速.....	10
FIGURE 25 全球公有云细分市场市场规模及总体增速.....	11
FIGURE 26 全球云计算渗透率.....	11
FIGURE 27 亚马逊 AWS 收入及增速.....	11
FIGURE 28 亚马逊 AWS 营业利润及利润率.....	11
FIGURE 29 SALESFORCE 收入及增速.....	11
FIGURE 30 SALESFORCE 营业利润及利润率.....	11
FIGURE 31 中国云计算总体规模与增速.....	12
FIGURE 32 中国公有云细分市场市场规模与增速.....	12
FIGURE 33 阿里云收入及增速.....	12
FIGURE 34 阿里云 EBITA 及利润率.....	12
FIGURE 35 云计算企业整体收入及增速.....	13
FIGURE 36 云计算企业整体利润与增速.....	13
FIGURE 37 云计算企业整体三项费率与毛利率.....	13
FIGURE 38 云计算企业整体研发支出、增速与占比.....	13
FIGURE 39 我国医疗信息化发展历程和细分.....	14
FIGURE 40 美国 HITECH 法案的三个阶段.....	14
FIGURE 41 电子病历评级细则.....	15
FIGURE 42 医疗信息化整体收入及增速.....	16
FIGURE 43 医疗信息化整体利润与增速(剔除).....	16

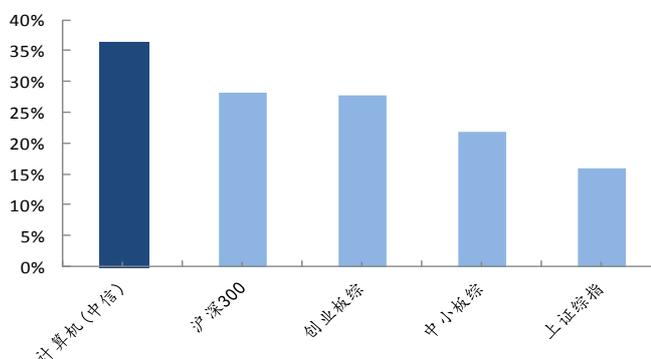
FIGURE 44 卫宁健康收入及增速 .....	16
FIGURE 45 卫宁健康利润与增速 .....	16
FIGURE 46 创业慧康收入及增速 .....	16
FIGURE 47 创业慧康利润与增速 .....	16
FIGURE 48 安全企业上报的漏洞历年数量 .....	17
FIGURE 49 每月上报可被利用实施远程攻击的漏洞数量 .....	17
FIGURE 50 等级保护安全框架 .....	18
FIGURE 51 信息安全整体收入及增速(剔除) .....	18
FIGURE 52 信息安全整体利润与增速(剔除) .....	18
FIGURE 53 信息安全整体费用率与毛利率(剔除) .....	18
FIGURE 54 信息安全整体研发支出情况(剔除) .....	18
FIGURE 55 中国软件业收入及增速(亿元) .....	19
FIGURE 56 2019 年人工智能各细分应用象限图 .....	20
FIGURE 57 5G 相关应用场景 .....	21
FIGURE 58 中国 IDC 行业规模与增速 .....	21
FIGURE 59 中国大型以上和中小型 IDC 机柜数量 .....	21
FIGURE 60 工信部区块链项目备案上市公司名单 .....	22
FIGURE 61 重要公司估值指标 .....	23
FIGURE 62 云计算标的 .....	25
FIGURE 63 医疗信息化标的 .....	25
FIGURE 64 信息安全标的 .....	25
FIGURE 65 金融科技标的 .....	26
FIGURE 66 自主可控标的 .....	26
FIGURE 67 细分领域龙头 .....	26

## 一、市场回顾：整体基本面或筑底，行业分化持续

### 1、19年股市回暖，行业上涨幅度较大

**19年计算机行业跑赢大盘。**18年股市整体低迷，19年受益于科创板等利好因素股市全面回暖。相比19年1月1日，截止19年11月28日，上证综指上涨15.87%；沪深300上涨28.29%；创业板上涨27.85%，中小板指数上涨21.78%。计算机指数（中信）跑赢各成分指数，上涨36.21%。

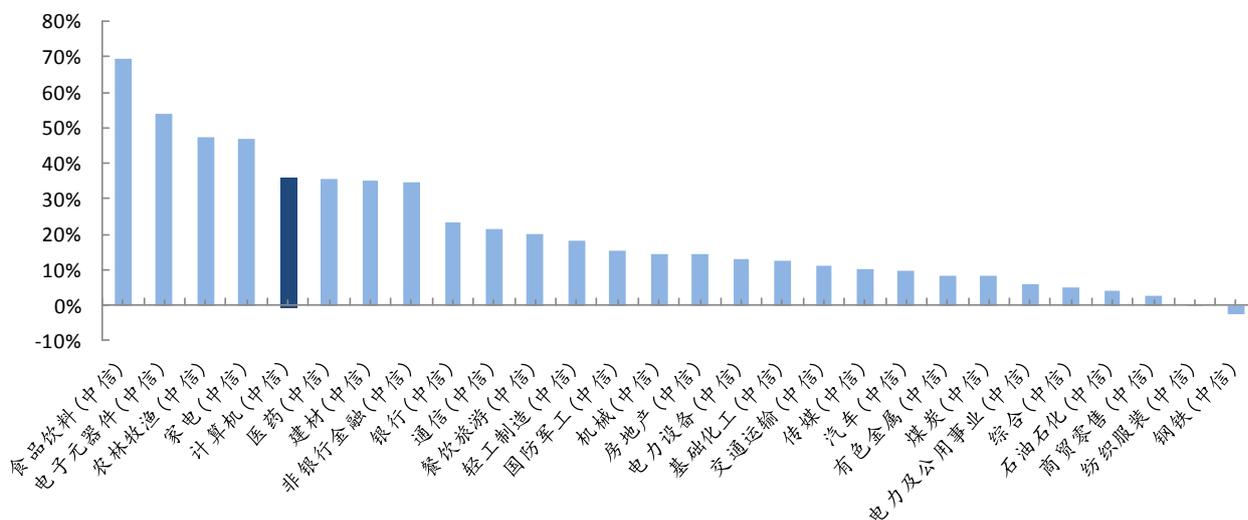
Figure 1 19年初至19年11月28日计算机指数与A股指数涨跌幅



资料来源：Wind、世纪证券研究所

**消费与科技板块涨幅居前。**行业方面（中信一级行业），涨幅前五名依次为：食品饮料（69.22%）、电子元器件（53.90%）、农林牧渔（47.44%）、家电（46.61%）以及计算机（36.21%）。

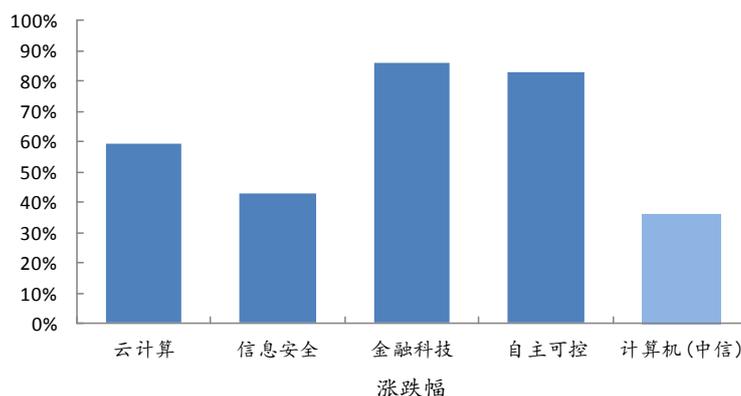
Figure 2 19年初至19年11月28日各行业指数（中信）涨跌幅



资料来源：Wind、世纪证券研究所

云计算、金融科技等细分优质赛道公司市场表现良好。我们19年重点关注了云计算、医疗信息化、信息安全、金融科技、自主可控五个细分领域。从行情上看，截止19年11月28日，云计算、信息安全、金融科技、自主可控四大优质子行业市场表现优于计算机行业指数。

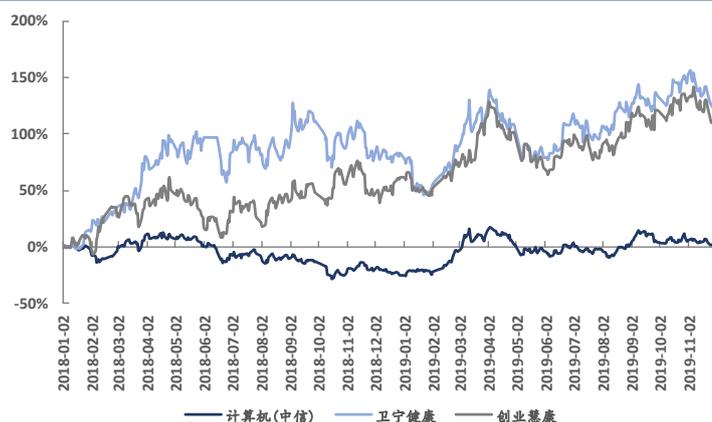
Figure 3 四大细分领域19年涨跌幅



资料来源：Wind、世纪证券研究所

医疗信息化行业领先厂商卫宁健康和创业慧康在18年股市低迷期均实现了超60%上涨，19年截止11月28日分别上涨22.16%和29.50%，行业受政策支持高景气可持续，主要厂商未来可尽享行业红利，实现长期快速增长。

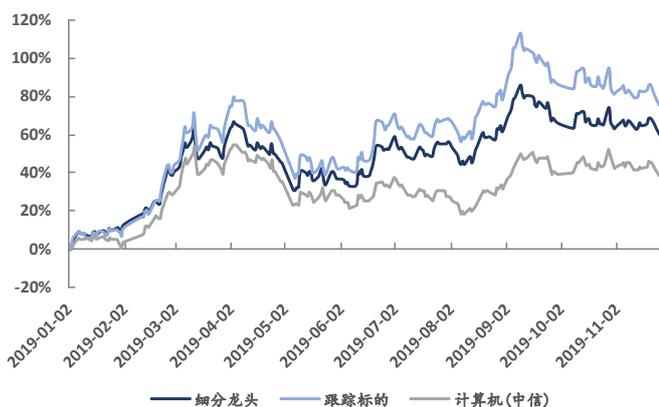
Figure 4 卫宁健康、创业慧康与计算机指数近两年行情



资料来源：Wind、世纪证券研究所

我们选取了16家公司作为细分领域龙头公司（详细公司名单请见附表）。并重点跟踪了其中6家公司：用友网络、同花顺、卫宁健康、启明星辰、雄帝科技、宝信软件。从市场表现上看，龙头公司表现优于市场平均水平。

Figure 5 细分龙头与跟踪标的 19 年行情表现



资料来源：Wind、世纪证券研究所

行业个股涨幅前十主要是自主可控领域相关标的, 受益于 ETC 普及政策而订单量暴增的万集科技与金溢科技以及区块链相关概念股。

Figure 6 个股涨幅前十

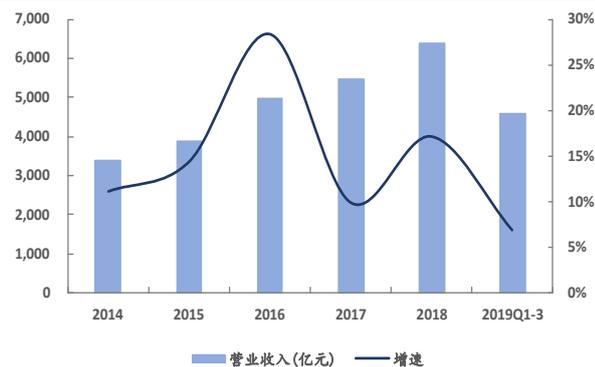
排名	上涨概念	公司名称	涨跌幅
1	ETC	万集科技	412.51%
2	自主可控	诚迈科技	404.79%
3	ETC	金溢科技	274.42%
4	自主可控	中国软件	221.81%
5	自主可控	中国长城	218.10%
6	新股	中科软	209.48%
7	自主可控	东方通	175.44%
8	区块链	数字认证	169.37%
9	区块链	科蓝软件	168.15%
10	自主可控	中孚信息	157.42%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

## 2、行业业绩趋近筑底，前三季度 CFO 改善显著

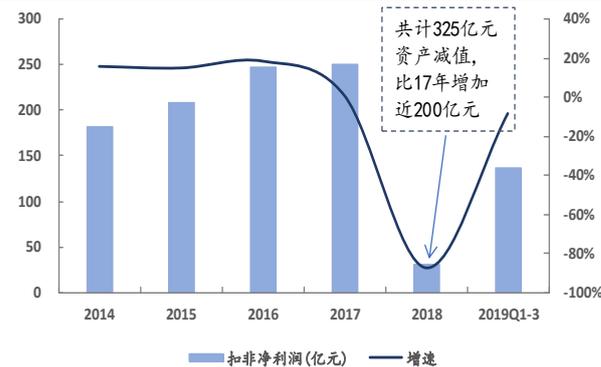
**营收增速波动明显，扣非净利增速下降趋势渐缓。** 计算机行业（中信一级）收入绝对值保持稳步增长，但增速自 15 年后波动明显，主要是由行业内大量并购重组导致。从利润端看，18 年 4 季度行业内公司集中进行商誉等资产减值导致行业扣非净利润大幅下滑，充分释放并购风险。19 年扣非净利润增速为 -8.4%，从历年前三季度纵向对比来看，净利润增速自 16 年来下降趋势渐缓。目前传统 IT 软硬件服务仍是计算机行业主流，因此整体业绩表现欠佳。但随着新兴技术（云计算、大数据、人工智能、区块链）的发展，部分优质细分领域以及龙头公司在政策支持与技术驱动下，正实现高速发展。

Figure 7 计算机行业整体收入及增速(年度)



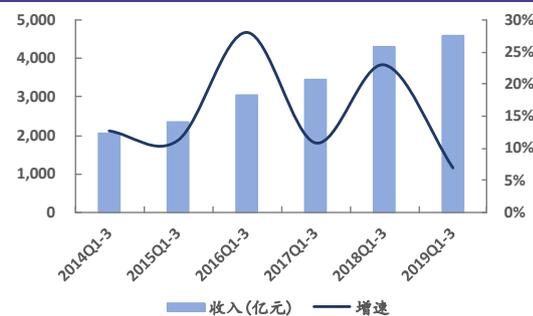
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 8 计算机行业整体扣非净利润及增速(年度)



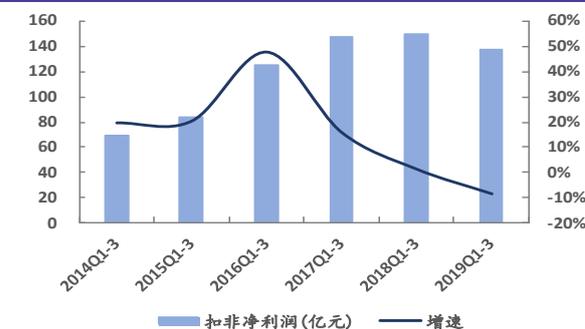
数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 9 计算机行业整体收入及增速(Q1-Q3)



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

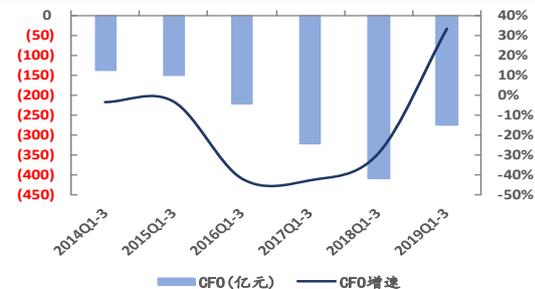
Figure 10 计算机行业整体扣非净利润及增速(Q1-Q3)



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

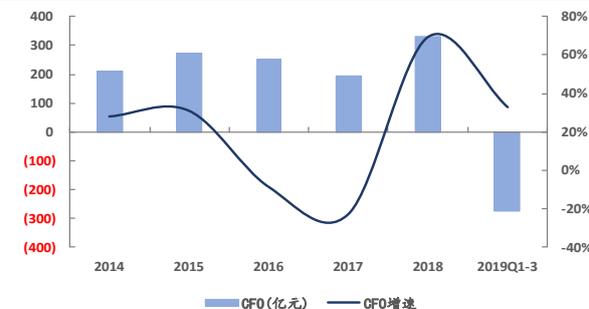
**经营性现金净流出大幅收窄, 全年表现值得期待。**19年计算机行业前三季度经营性现金总流入5348亿元, 同比增长10.3%, 而总流出5623亿元, 同比增长6.9%。净流出275亿元, 相比去年同期收窄136亿元。计算机企业项目回款集中在第四季度, 19年全年CFO值得期待, 我们认为现金流的改善或为行业基本面回暖迹象, 在资产减值风险释放的基础上, 行业未来整体盈利有望提升。

Figure 11 计算机行业整体 CFO 及增速(Q1-Q3)



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 12 计算机行业整体 CFO 及增速(年度)

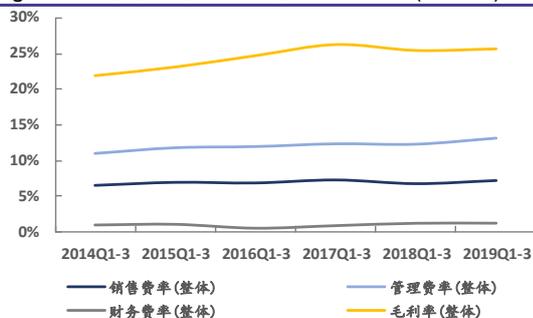


数据来源: Wind, 世纪证券研究所

**毛利率总体呈向上趋势, 研发支出比重不断加大。**计算机行业销售和财务费

用历年来总体维持稳定。研发投入不断加大，增速总体维持在 25%左右，19 年前三季度总投入达 335.5 亿元，同比增长 25.4%，占收入比重为 7.5%，相比 18 年同期上升 1pct。受益于新兴技术不断加入到公司业务中，行业整体毛利率呈上升趋势，19 年前三季度行业整体毛利率为 25.6%，相比 18 年同期提升 0.22pct。

Figure 13 计算机行业三项费率及毛利率(Q1-Q3)



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 14 计算机行业整体研发支出、增速及占收入比重

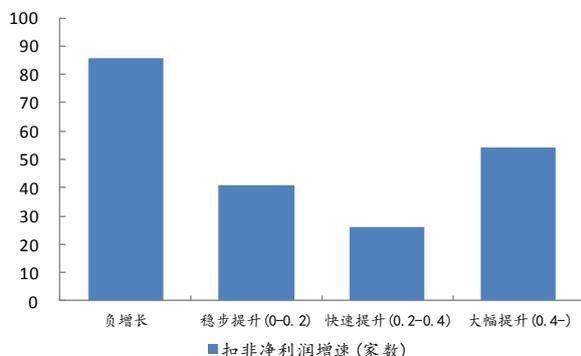


数据来源: Wind, 世纪证券研究所

### 3、行业分化持续，细分领域龙头业绩表现优异

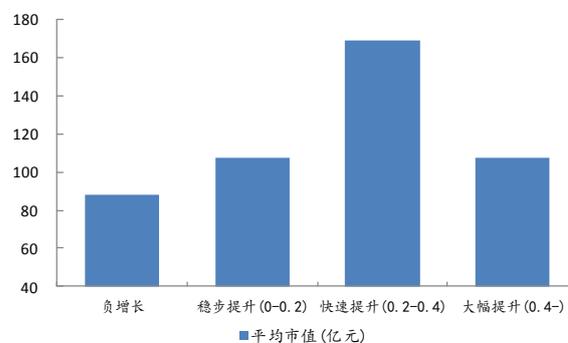
利润增速呈现两极分化，大市值公司业绩总体上优于小市值公司。19 年前三季度利润出现负增长的 A 股计算机公司达 86 家，占中信计算机指数成分企业总数的 41.5%。但与此同时，利润增长幅度大于 40% 的公司亦有多达 54 家，行业利润表现呈现两极分化。我们统计了按利润增速分类的各部分公司平均市值，其中：负增长（88.1 亿元）、增速在 0%-20%（107.4 亿元）、增速在 20%-40%（169.0 亿元）以及增速大于 40%（107.3 亿元）。从总体上看，大市值公司业绩表现优异，增速较为稳定。

Figure 15 计算机行业 19 年前三季度净利润增速分布



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

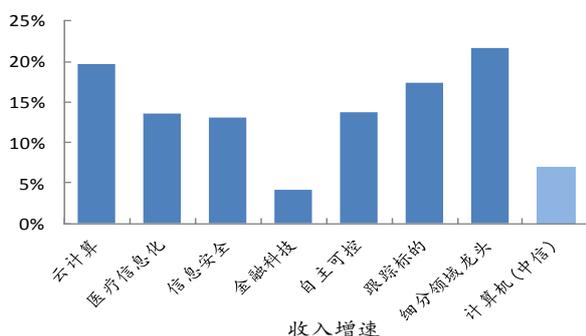
Figure 16 按扣非净利润增速分布计算的各部分平均市值



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

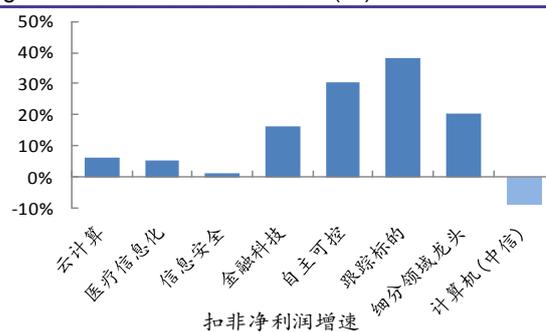
分行业看，云计算、医疗信息化等优质赛道表现良好，优于行业整体水平。其中，云计算行业中剔除了因业务转型和项目回款影响而利润负增长的广联达；医疗信息化行业中剔除了主营业务繁杂，医疗IT收入占比低于50%的东华软件、东软集团和万达信息；信息安全行业中剔除了利润股权激励费用影响较大的南洋股份；金融科技行业中剔除了旗下子公司齐普生（从事IT分销）收入大幅下降的金证股份。总体来看，各优质子行业业绩表现良好，均远高于行业平均水平。

Figure 17 子行业收入增速(全)



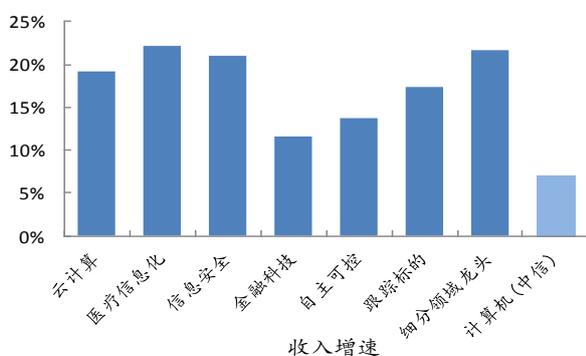
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 18 子行业扣非净利润增速(全)



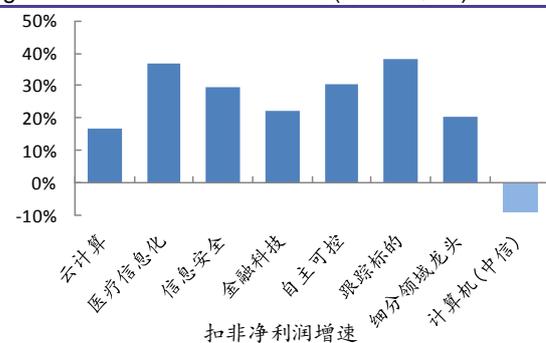
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 19 子行业收入增速(剔除异常值)



数据来源：Wind，世纪证券研究所

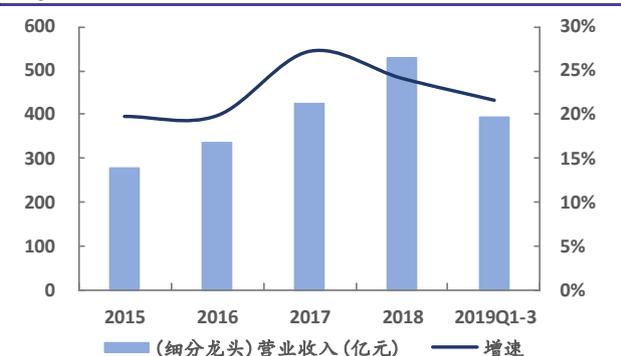
Figure 20 子行业扣非净利润增速(剔除异常值)



数据来源：Wind，世纪证券研究所

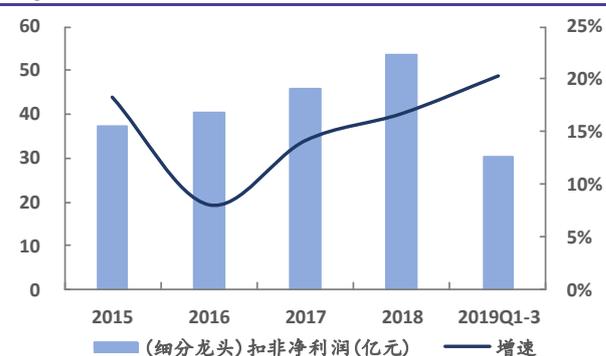
**细分领域龙头业绩表现优异。**我们选取用友网络、恒生电子、科大讯飞等16家公司（详细请见附表）作为计算机行业细分领域龙头样本。细分龙头业绩整体表现优异，19年前三季度整体收入和扣非净利润增速均在20%左右，远高于行业平均水平，除广联达和美亚柏科外，其余公司均实现扣非净利润正增长，若剔除两家公司，剩余14家细分龙头19年前三季度扣非净利润增速达到32.9%。而广联达与美亚柏科在报告期内均实现预收账款同比大幅提升，考虑公司业务收入确认和回款的季度性因素，Q4有望实现同比快速增长。

Figure 21 计算机行业细分龙头收入及增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

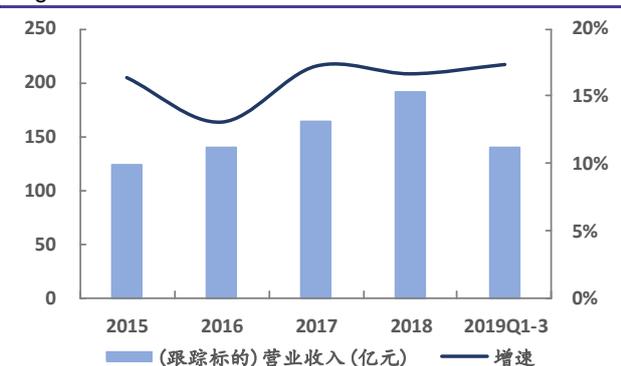
Figure 22 计算机行业细分龙头扣非净利润及增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

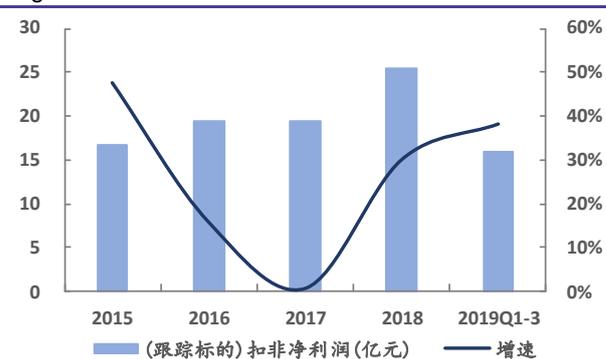
我们 19 年重点跟踪的 6 家公司业绩表现优于行业平均。6 家公司 19 年前三季度合计实现收入 139.4 亿元, 同比增长 17.4%, 实现扣非净利润 16.01 亿元, 同比增长 38.4%。整体业绩表现良好。

Figure 23 跟踪标的收入及增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 24 跟踪标的扣非净利润及增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

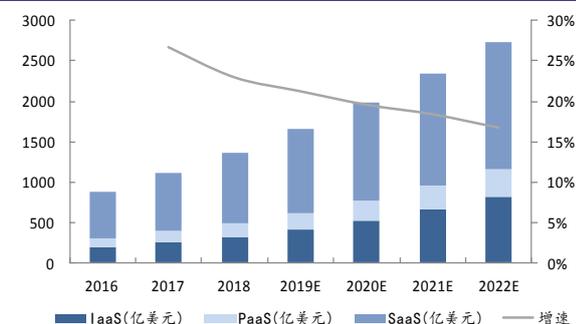
## 二、云计算: 云依旧是行业主线, 行业渗透空间巨大

### 1、全球云计算巨头业绩优异, 行业持续发展确定性强

全球云计算保持增长态势, 19 年云渗透率有望突破 10%。2018 年全球公有云市场规模达 1363 亿美元, 同比增长 23%。其中 SaaS 占据最大比重, 市场规模达到 871 亿美元。根据中国信息通信研究院预测, 全球云计算市场未来仍将保持快速增长态势, 在 2022 年市场规模将达到 2733 亿美元。与此同时, 高盛预测全球云计算占潜在可替换 IT 支出比例有望在 19 年突破 10%, 达到 11.3%。我们认为, 一旦一项技术渗透率突破 10%, 证明该项技术已经

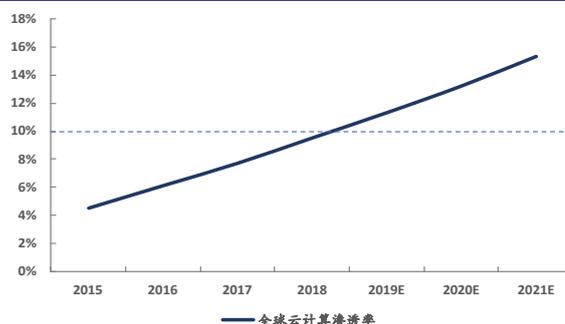
成熟，相关行业将进入加速成长阶段，领域内前期高投入的龙头公司规模有望继续扩张，巩固市场地位。

Figure 25 全球公有云细分市场市场规模及总体增速



数据来源：中国信息通信研究院，世纪证券研究所

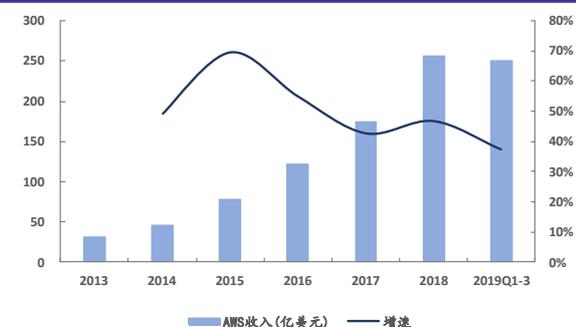
Figure 26 全球云计算渗透率



数据来源：Gartner，高盛，世纪证券研究所

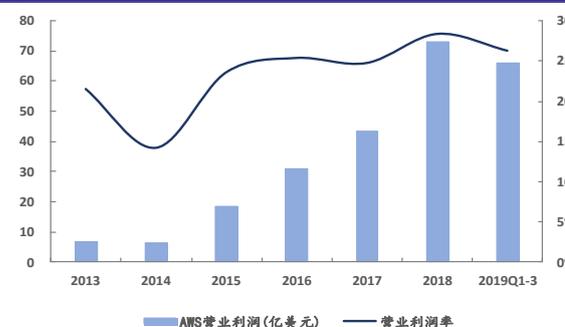
巨头公司业绩表现优异，盈利能力持续提升。全球 IaaS 龙头公司亚马逊 19 年前三季度 AWS 业务实现收入 250 亿美元，同比增长 37.6%，继续保持高速增长态势。而 AWS 业务营业利润率总体呈上升趋势，19 年前三季度为 26.3%。SaaS 方面，Salesforce 自 2015 年实现盈利以来，营业利润率逐年攀升，19 年 H1 达到 5.61%，相比去年同期提升近 0.8pct。我们认为，巨头公司优良的业绩表现印证了云计算已经脱离“新兴技术”这一概念，作为数字时代 IT 基础设施逐渐普及，行业整体获利能力未来预计将持续提升。

Figure 27 亚马逊 AWS 收入及增速



数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 28 亚马逊 AWS 营业利润及利润率



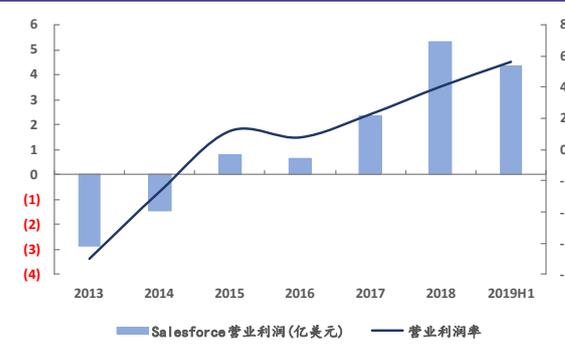
数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 29 Salesforce 收入及增速



数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 30 Salesforce 营业利润及利润率

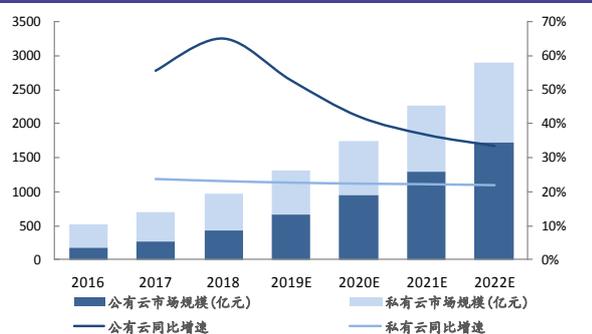


数据来源：Wind，世纪证券研究所

## 2、国内云计算增速领先全球，增长空间巨大

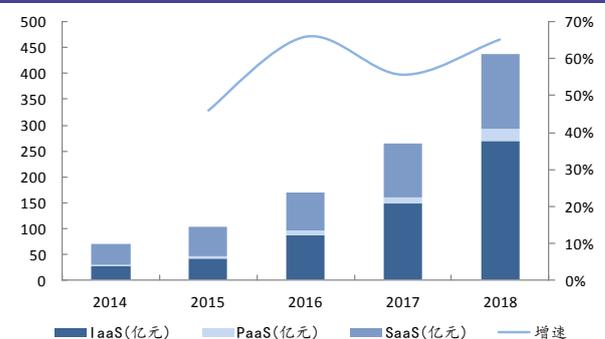
我国云计算增速领先全球。相对于发达国家，我国云计算起步较晚，且由于主要客户为大型企业，均采用自建服务器的私有云形式部署。2018年整体规模为962亿元，其中私有云占据54.6%。公有云作为数字时代万物互联的关键IT部署架构，未来将成为主要云部署形式。根据中国信息通信研究院预测，我国2022年公有云市场规模将达1731亿元，占据国内云计算市场总规模近60%，18-22年复合增速高达41%。

Figure 31 中国云计算总体规模与增速



数据来源：中国信息通信研究院、世纪证券研究所

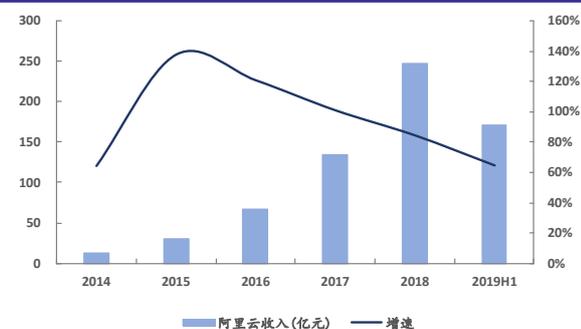
Figure 32 中国公有云细分市场规模与增速



数据来源：中国信息通信研究院、世纪证券研究所

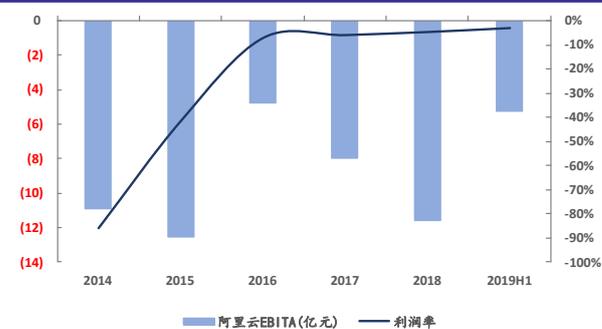
阿里云接近盈利，IaaS成熟将促进国内SaaS加速成长。我国IaaS龙头阿里云收入增长迅猛，19年H1实现收入170亿元，同比增长65%。从利润端来看，阿里云亏损持续收窄，18年阿里云营业利润率为-4.69%，相比17年提升1.28pct，而19年H1该比率达到-3.05%，接近盈利。我们认为，以阿里云为代表的IaaS厂商为各垂直应用领域服务商提供云计算基础资源，IaaS厂商实现盈利标志着国内云计算行业的成熟，参考亚马逊与Salesforce的发展历程，我国垂直领域云服务商将加快发展，进入利润高速增长阶段。

Figure 33 阿里云收入及增速



数据来源：Wind、世纪证券研究所

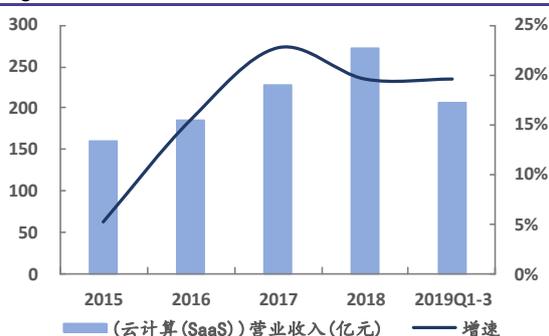
Figure 34 阿里云EBITA及利润率



数据来源：Wind、世纪证券研究所

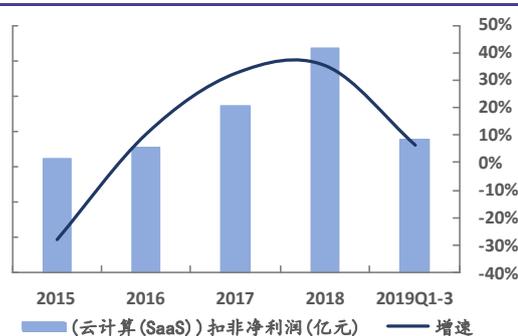
**A股云计算公司收入维持快速增长，研发投入持续加大。**我们选取了用友网络、广联达、宝信软件等8家公司作为A股云计算公司样本。从收入端看，受益于我国云计算市场蓬勃发展，19年前三季度A股云计算相关公司整体收入增速为19.6%，整体保持较快增长；盈利能力方面，由于相关公司云业务投入导致营业成本大幅提升，19年前三季度净利润短期承压，整体毛利率相比去年同期下降近2pct；从研发投入上看，投入绝对值不断提升，增速总体呈向上趋势，占据收入比重也稳步提升。在国内IaaS厂商趋近盈利的情况下，SaaS公司研发支出不断加大以提升产品质量，未来盈利能力有望提升。

Figure 35 云计算企业整体收入及增速



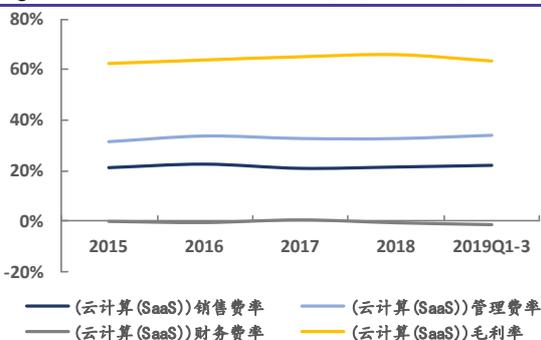
数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 36 云计算企业整体利润与增速



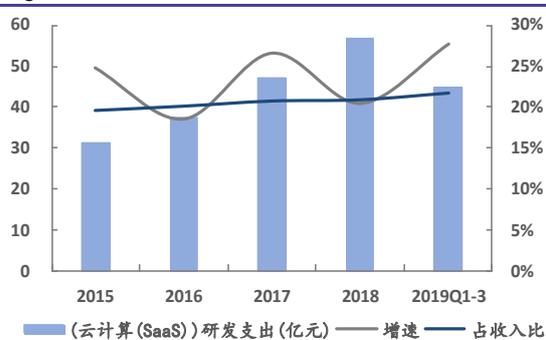
数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 37 云计算企业整体三项费率与毛利率



数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 38 云计算企业整体研发支出、增速与占比



数据来源：Wind、世纪证券研究所

### 三、医疗信息化：信息化建设远未结束，行业高景气仍将持续

#### 1、19-20年电子病历评级仅是我国医院全面信息化建设开端

我国目前医院各信息化系统渗透率仍处于较低水平。我国的医疗信息化从上世纪70年代就已经开始，核心是以便利医院管理为目的的HIS系统；到了21世纪，医疗信息化开始将重心转向患者，围绕患者就诊过程的各个临床科室，临床信息系统(CIS)开启建设；10年之后，部分信息化程度较高，资金实力强的医院建立中台系统，目的是将各科室的专用CIS集成起来，形成

医院内部的数据互联互通，数字化管理；但根据 CHIMA 统计，我国目前医院各类系统渗透率仍处于较低水平，未来增量空间极大。

Figure 39 我国医疗信息化发展历程和细分



资料来源：世纪证券研究所整理

以美国为鉴：电子病历建设是一项长期且需要持续政策推动的事业。美国 HITECH 法案被分为 3 个阶段：2011-2012 年属于基础建设阶段，注重数据获取与共享；2012-2014 年属于流程优化阶段，强调技术如何被有效地使用；2014-2016 年属于结果验收阶段，信息技术要真正能够提升医疗质量，提供决策支持。总共历时 6 年，电子病历发展不是 1-2 年便能完成，需要长期、持续、清晰的政策推动。

Figure 40 美国 HITECH 法案的三个阶段

时间段	关键词	核心指标数量	具体表述
2011-2012	基础建设	14	主要关注数据获取和共享、建立数据编码标准，通过收集信息追踪关键临床指标、通过信息交换实现医疗协作等。
2012-2014	流程优化	16	增强信息交换力度、增加电子处方和检查结果要求、多路线实现患者护理摘要。
2014-2016	结果验收	23	真正使得医疗服务从"pay for service"转变为"pay for value",全面提升医疗服务质量与效率。

资料来源：HealthIT、中国数字医学、世纪证券研究所

19-20 年评级标准仅仅是我国医院信息系统全面升级的开始。我们通过详细解读电子病历评级细则，发现即使对于三级医院的 4 级评级标准也仅仅是初步达到了全院级信息共享以及初级决策支持。全院范围内并未达到数据闭环管理、诊疗流程全过程记录甚至系统统一集成的程度。按照评级标准，5 级评级才拥有全院统一的集成系统和知识库，病历能够智能化、结构化书写，初步具备数据挖掘功能。而要做到全院各个科室的诊疗环节全流程数据采集、记录并在全院级别下闭环管理则需要 6 级评级，各大型综合三级医院不能仅仅止步于 4 级标准。与此同时，此次规划并未对一级和未评级医院进行要求。

综合国家针对国民卫生健康的目标规划，我们认为，本次电子病历评级政策应该只是未来全面实现智慧医疗的开端。2020年之后，国家或将出台新一轮评级标准，届时可能对二级和三级医院提出更高要求，同时给予二级以下医院适当支持，医院信息建设有望迎来更进一步的发展。

Figure 41 电子病历评级细则

评级	简述	局部要求	整体要求
0级	无系统	纯手工	信息系统<3
1级	独立信息系统建立	1. 通用或专用软件系统 2. 单机版独立运行的系统	1. 计算机处理住院医嘱、检查、住院药品信息 2. 通过移动存储设备、复制文件等方式将数据导出并存储
2级	信息部门内部交换	1. 在医疗业务部门建立了内部共享的信息处理系统 2. 业务信息可以通过网络在部门内部共享并进行处理。	1. 3个以上部门通过联网形成信息共同处理 2. 各部门之间无数据交换系统 3. 部门间数据交换需要手工操作 4. 部门内有统一的医疗数据字典
3级	部门间数据交换	1. 部门间可通过网络传送数据 2. 可获得其他部门数据信息 3. 数据可供其他部门共享 4. 信息系统具有依据基础字典内容进行核对检查功能	1. 医嘱、检查、检验、住院药品、门诊药品、护理至少两类医疗 2. 信息跨部门的数据共享 3. 有跨部门统一的医疗数据字典
4级	全院信息共享 初级决策支持	1. 通过数据接口方式实现所有系统的数据交换 2. 住院系统具备提供至少1项基于基础字典与系统数据关联的检查功	1. 实现病人就医流程信息的信息在全院范围内安全共享 2. 实现药品配伍、相互作用自动审核，合理用药监测等功能
5级	统一数据管理 中级医疗决策支持	1. 全院统一的集成信息和知识库 2. 各部门接收决策支持	1. 全院各系统数据统一集成 2. 完备的数据采集智能化工具 3. 病历结构化、智能化书写 4. 利用知识库实现决策支持服务，为医疗管理和临床科研工作提供数据挖掘功能
6级	全流程医疗数据闭环管理 高级医疗决策支持	1. 各医疗项目均具备过程数据采集、记录与共享功能 2. 能够展现全流程状态 3. 依据知识库对某环节提供实时数据核查、提示与管控功能	1. 实现全流程数据跟踪与闭环管理，并依据知识库实现全流程实时数据核查与管控 2. 形成全院级多维度医疗知识库体系，能够提供高级别医疗决策支持
7级	医疗安全质量管控 区域医疗信息共享	1. 全面利用医疗信息进行医疗安全与质量管控 2. 能够共享本医疗机构外的病人医疗信息，进行诊疗联动	1. 医疗质量与效率监控能够提供智能化感知与分析工具，可以检测异常发出预警 2. 能够利用院内外医疗信息进行联动诊疗活动，数据可双向交换 3. 提供病人自查功能
8级	健康信息整合 医疗安全质量持续提升	1. 整合跨机构医疗、健康记录、体征检测、随访信息用于本部门医疗活动 2. 掌握区域内与本部门相关的医疗质量信息，并用于本部门医疗安全与质量的持续改进	1. 全面整合医疗、公共卫生、健康监测等信息，完成整合型医疗服务 2. 对比应用区域医疗质量指标，持续监测与管理本医疗机构的医疗安全与质量水平，不断进行改进

资料来源：卫健委、世纪证券研究所

## 2、龙头厂商享受更多行业红利

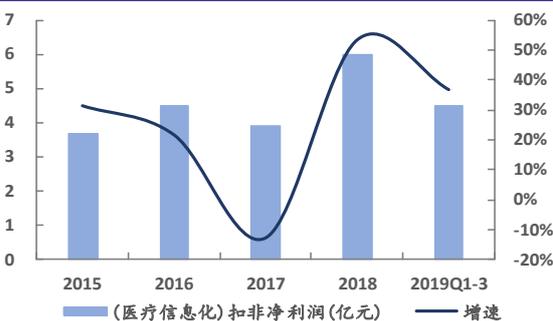
收入增速回暖，行业整体向好。我们选取了卫宁健康、创业慧康、和仁科技等 10 家公司作为医疗信息化行业统计样本，由于东华软件、万达信息和东软集团医疗信息化业务占比较低，我们仅统计其医疗相关收入，同时在扣非净利润统计中去除上述三家企业。从整体上看，行业受益于政策推动，收入增速提升显著，扣非净利润亦实现高速增长。

Figure 42 医疗信息化整体收入及增速



数据来源: Wind、世纪证券研究所

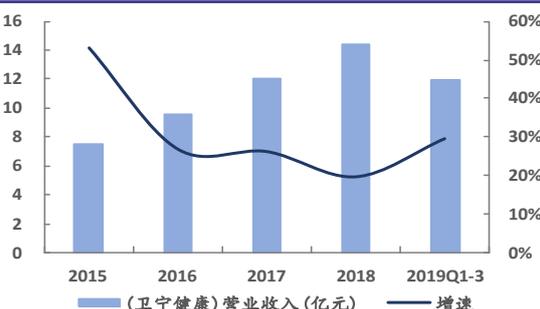
Figure 43 医疗信息化整体利润与增速(剔除)



数据来源: Wind、世纪证券研究所

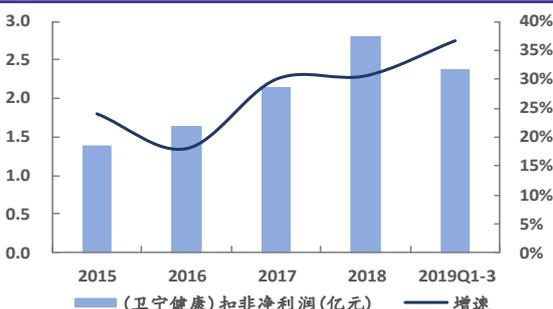
从业绩表现上看, 领域内两大全领域布局、主要业务专注于医疗信息化的龙头厂商充分享受行业红利, 业绩向好势头更为显著。其中, 创业慧康 17 年由于收购杭州博泰导致收入高增, 并表后业绩增长依旧迅猛。

Figure 44 卫宁健康收入及增速



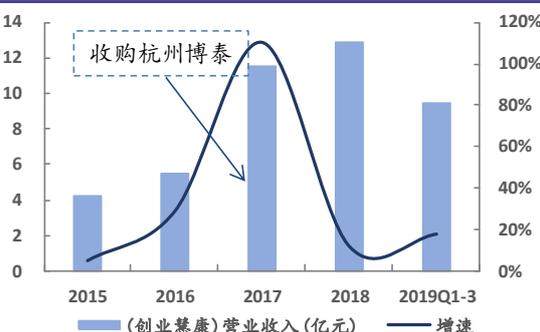
数据来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 45 卫宁健康利润与增速



数据来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 46 创业慧康收入及增速



数据来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 47 创业慧康利润与增速

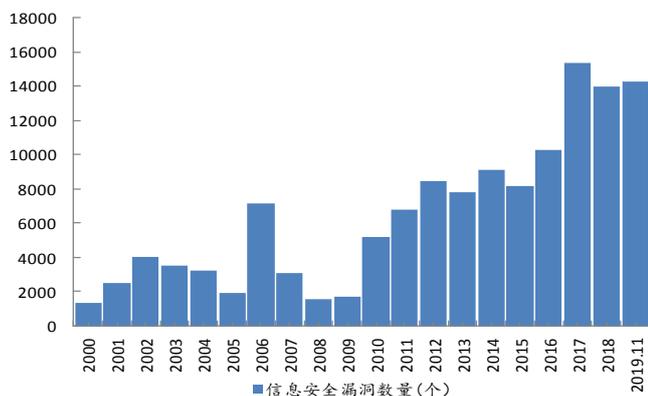


数据来源: Wind、世纪证券研究所

#### 四、信息安全：安全需求随技术发展而出现，行业发展态势良好

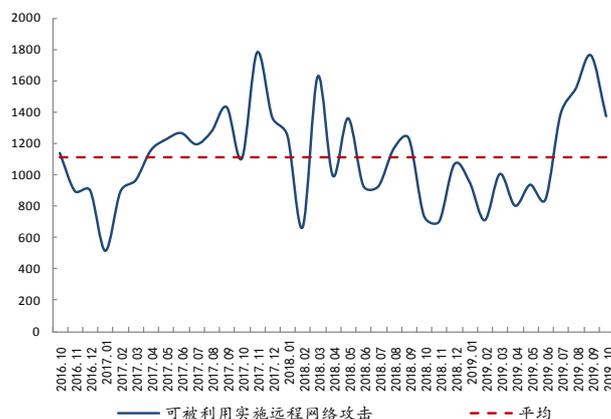
新增安全漏洞数量历年提升，新型攻击层出不穷。随着“云大物移智链”等新兴技术的不断发展，随之而来的各类新型信息安全漏洞也不断增多。根据国家信息安全泄露共享平台（CNVD）历年收到企业上报的信息安全漏洞统计，信息安全漏洞数量总体呈上升趋势，2019年截止11月，新上报漏洞已超过14000个，超过18年全年。而自16年10月以来每月上报的可被利用实施远程网络攻击的漏洞数量平均为每月1110个。DDoS、APT、挖矿木马等各类新兴网络攻击层出不穷，传统防护手段逐渐无法抵御新型攻击。

Figure 48 安全企业上报的漏洞历年数量



资料来源：CNVD、世纪证券研究所

Figure 49 每月上报可被利用实施远程攻击的漏洞数量



资料来源：CNVD、世纪证券研究所

“等保 2.0”正式发布，信息安全标准大幅提升。2019年5月13日，国家市场监督管理总局正式发布了《信息安全技术网络信息安全等级保护基本要求》（等保 2.0）。新的标准对安全防护要求从旧标准的“一刀切”式的被动防御转变为主动、积极防御，对安全事故要做到提前预知、即时防御、实时分析可视化等。新标准是为了适应移动互联、云计算、物联网等新的业务环境而对信息安全提出了更高、更复杂并且更加智能化的要求。“等保 2.0”的发布有望极大刺激行业下游需求，进而打开市场。

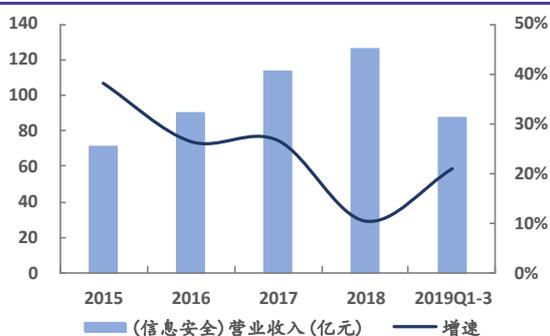
Figure 50 等级保护安全框架



资料来源：《信息安全技术网络信息安全等级保护基本要求》、世纪证券研究所

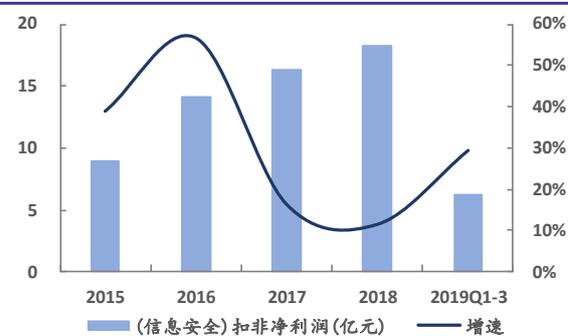
业绩增速拐点清晰，政策刺激下行业未来有望持续向好。我们选取启明星辰、深信服、中新赛克等 8 家公司作为 A 股信息安全领域统计样本（剔除了因支付股权导致管理费用大幅上升的南洋股份）。受益于等保 2.0 的政策刺激，行业收入和利润增速拐点明晰，毛利率稳定，研发投入不断加大。随着新兴技术不断发展，新型信息安全需求也会不断涌现，未来增量空间极大。

Figure 51 信息安全整体收入及增速(剔除)



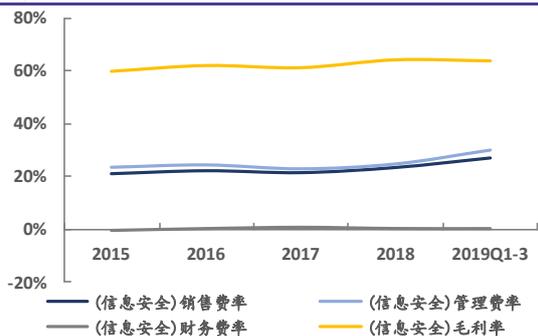
数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 52 信息安全整体利润与增速(剔除)



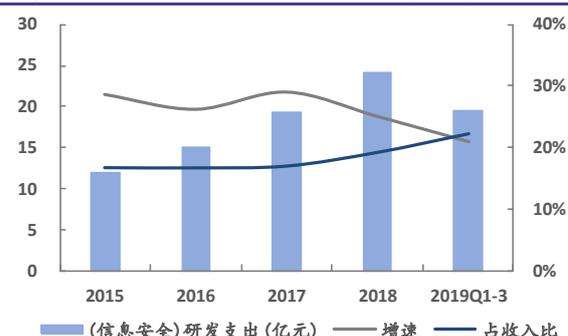
数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 53 信息安全整体费用率与毛利率(剔除)



数据来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 54 信息安全整体研发支出情况(剔除)



数据来源：Wind、世纪证券研究所

## 五、新一轮技术驱动，行业内生增长动力十足

我国软件业整体收入增速企稳回升。根据工信部数据，我国规模以上软件业 2018 年和 2019 年前三季度整体分别实现收入 6.3 万亿元和 5.19 万亿元，同比增长 14.4% 和 15.4%。2016 年我国规模以上软件业收入增速触底，主要是由于行业整体规模变大，同时各传统应用软件普及率已经接近饱和。2016 年以 AlphaGo 战胜李世石事件为起点，云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术逐渐成熟，进入高速发展期。我们认为，传统软件领域早已进入成熟期且呈现一定周期性，未来行业增长动力将来源于“云大物移智链”等新兴技术，技术创新将带来更为广阔的市场空间。

Figure 55 中国软件业收入及增速



资料来源：工信部、世纪证券研究所

人工智能已逐步开始赋能各细分领域，我国产业发展处于全球第一梯队。从技术上讲，以人脸识别为代表的计算机视觉应用已经广泛应用于金融、安防等领域。学界也发展出胶囊网络、联邦学习等针对现有神经网络缺陷的新兴底层算法框架。截止 2018 年底，技术实力方面，我国人工智能论文发文量居全球第一，其中被引用数前 1% 论文数量高达 1166 篇，仅次于美国的 1345 篇。产业方面，人工智能企业数量为 3341 家，占全球总企业数比重高达 21%。行业内目前除 BATJ、华为、科大讯飞等科技巨头，也有以商汤科技、寒武纪、旷视科技等为代表的新兴独角兽公司。我们认为，此次以深度学习为主

的人工智能浪潮已经洗去因 16 年 AlphaGo 事件带来的泡沫，技术开始真正附能与实体经济。人工智能作为新一代科技革命的核心技术，我国与发达国家已经处于同一起跑线，预计相关产业将长期高速发展。

Figure 56 2019 年人工智能各细分应用象限图

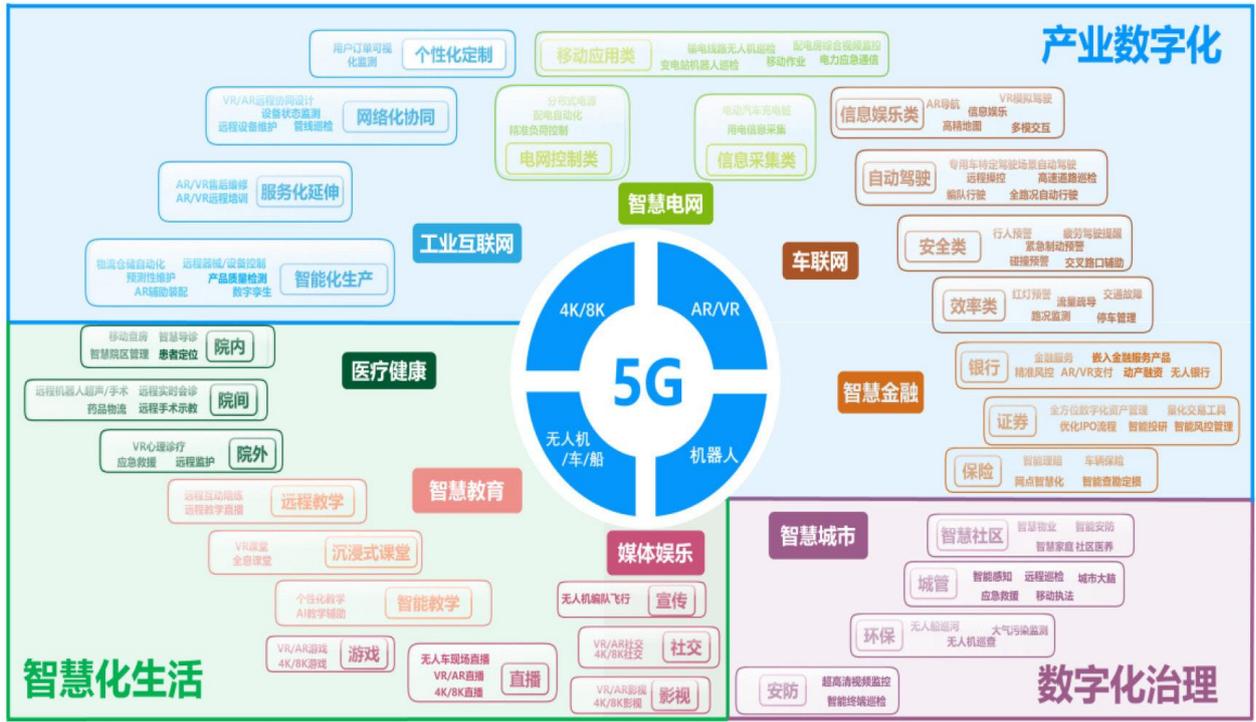


资料来源：CBInsights、36 氪、世纪证券研究所

从国家战略到各地产业实施，政策全力支持人工智能产业发展。2019 年 3 月中央深改委发布 AI 与实体经济深度融合指导意见，促进 AI 进一步附能实体经济；8 月科技部支出 2023 年布局建设 20 个左右的 AI 创新发展试验区；各直辖市、经济特区、各省均结合地区经济实际，发布人工智能产业发展计划；人工智能在我国已进入快速推动落地、附能实体经济的重要阶段。

**5G 基础设施建设加快，为相关应用提供生长土壤。**2020 年将是 5G 基站建设高峰期，而随着网络铺设逐渐普及，5G 网络“增强带宽、高可靠/低延时、海量通信”的三大特点将促进各领域创新应用场景落地，能够提升云计算、医疗、金融等多个领域的服务质量。华为在 5G 技术上全球领先，目前已与多家国内软硬件厂商建立合作关系，行业生态逐步建立，有望带动国内软件业快速发展，加快国产替代进程。同时，数据流通速度加快将衍生出更多网络安全隐患，相关信息安全公司亦将迎来增量市场空间。

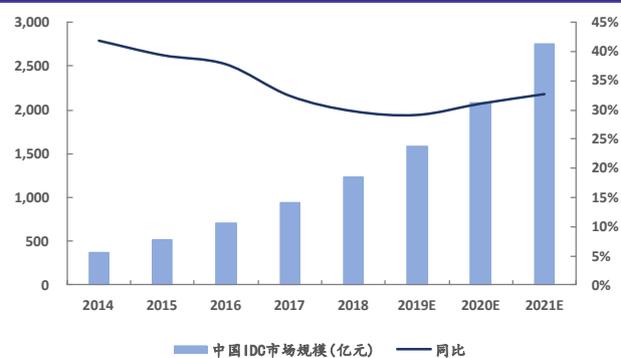
Figure 57 5G 相关应用场景



资料来源：中国信息通信研究院、世纪证券研究所

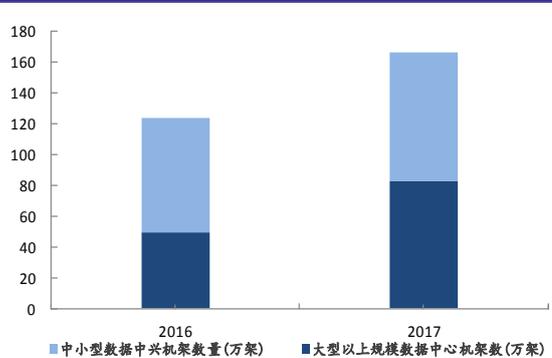
数据中心向集中化、规模化发展。5G 增强带宽可以使得数据中心(IDC)与终端数据交互更有效率，大幅提升云服务质量。中国 IDC 行业整体规模近年来持续高速增长，18 年整体规模达到 1228 亿元，同比增长 29.8%。根据科智咨询预测，未来三年行业整体增速仍将超过 30%。根据中国信通院统计，截止 17 年底，我国在用数据中心机柜总体规模达到 166 万架，规划在建规模达 107 万架，其中大型数据中心机柜数量相比 16 年增加近 33.5 万架，而中小型机柜仅增加 8.5 万架，数据中心集成化、高密度趋势明显。

Figure 58 中国 IDC 行业规模与增速



数据来源：中国 IDC 圈、世纪证券研究所

Figure 59 中国大型以上和中小型 IDC 机柜数量



数据来源：中国信通院、世纪证券研究所

区块链上升国家高度，技术进入落地初期。区块链在经历了多次从概念炒作

到泡沫破灭的循环后，在 2019 年迎来发展契机。从全球看，美、英、日等多个发达国家相继发布区块链落地推动政策，facebook 欲发布数字货币 Libra 全球瞩目。国内来说，网信办在 19 年 3 月和 10 月分别发布境内区块链信息服务备案清单，共计超过 500 个服务项目入选。同时，央行数字货币(DCEP)经过多年研发，有望短期内在特定区域先行试点，届时相关硬件器具、软件系统以及加密认证服务厂商有望受益。

Figure 60 工信部区块链项目备案上市公司名单

上市公司	备案项目	上市公司	备案项目	上市公司	备案项目
恒生电子	共享账本HSL	苏宁易购	BlockX、苏宁区块链平台	暴风集团	节点基础设施服务
同花顺	保单信息存证平台	顺丰控股	丰溯	巨灵信息	书画市场
东方财富	SRC证书链	华大基因	华大区块链、BaaS平台	安托股份	版权区块链
润和软件	贸易金融区块链联盟	新华网	新华智云区块链版权保护	晨鑫科技	竞斗云
航天信息	航天信息区块链平台	顺利办	商事服务区块链	卓尔智联	卓链联盟
易见股份	可信数据池、易见区块	四方精创	乐寻坊人才活动平台	金山软件	KBaaS
南威软件	证照链	浙大网新	飞洛区块链开放服务平台、趣链科技智能合约开放服务、飞洛供应链、西美链	金蝶国际	金蝶信链
东港股份	电子票据区块链、TK-BaaS-E平台、电子发票区块链、电子证照区块链	远光软件	商品溯源、供应链金融、企业应用服务	百度	莱茨狗、百度区块链引擎BBE、超级链、图腾
平安银行	SAS区块链平台、区块链投票表决	信息发展	供应链管理、追溯存证、存证应用	爱奇艺	百度超级链超级节点
宏链科技	供应链溯源服务、区块链治理管控平台、数字化资产服务、可信存证服务、数据资产保护系	新晨科技	信用证传输系统、交易撮合平台	京东	京东智链云网络、区块链ABS平台、Jdchain、BDS (京东云区块链数据服务)
海联金汇	供应链金融	众安在线	步步鸡、BaaS、平台、积线、品牌溯源、钛平台	迅雷	迅雷链开放平台、迅雷链
广电运通	运通链	腾讯	腾讯区块链、腾讯云、TBaaS、区块链服务平台、BCOS、金联盟区块链底层开源平台	元征科技	车链区块链数据服务、智能商业系统
博思软件	财政电子票据区块链服务	阿里巴巴	阿里云区块链服务、蚂蚁区块链BaaS平台	山大经纬	大纬链、大纬链数字证照公共服务平台、大纬链公共服务平台
好未来	未来学迹链				

资料来源：工信部、世纪证券研究所

## 六、投资建议

以 5G、人工智能、区块链为代表的各项新兴技术预计在短期内将集中爆发式增长，各项技术紧密相连，在长期积累下迎来新一轮技术变革。计算机行业在经历了 14-15 年并购狂潮和 16-18 年业绩增长动力匮乏之后，在 19 年已经涌现大量公司以技术创新为驱动力，打开了新的蓝海市场并实现快速增长。

我们认为，2020 年应坚守优质赛道，重点关注基本面优质，重视研发的细分领域龙头厂商：

云计算：用友网络、石基信息、宝信软件；

医疗信息化：卫宁健康、创业慧康；

信息安全：启明星辰、深信服、中新赛克；

金融科技：同花顺、恒生电子；

自主可控：浪潮信息；

出入境身份识别龙头：雄帝科技。

**其他细分领域龙头建议关注：**

CA 认证：数字认证；

法检信息化：华宇软件；

建筑信息化：广联达；

地理信息系统：超图软件；

电子取证：美亚柏科；

语音识别：科大讯飞；

高端计算机：中科曙光；

智慧停车：捷顺科技。

Figure 61 重要公司估值指标

推荐	公司	收盘价(元)	总市值(亿元)	PE (ttm)	PB (LF)	PS (ttm)	EPS(一致预期)			预测PE		
							2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
重点关注	同花顺	91.46	492	64	14	30	1.67	2.20	2.74	55	42	33
重点关注	启明星辰	30.45	273	50	8	10	0.80	0.98	1.22	38	31	25
重点关注	卫宁健康	15.20	249	65	7	15	0.25	0.34	0.46	60	45	33
重点关注	用友网络	27.85	697	77	11	9	0.35	0.44	0.58	81	63	48
重点关注	雄帝科技	25.89	35	28	4	5	1.04	1.36	1.76	25	19	15
重点关注	宝信软件	34.69	321	52	6	6	0.76	0.97	1.20	46	36	29
重点关注	恒生电子	73.48	590	54	15	16	1.22	1.43	1.79	60	51	41
重点关注	创业慧康	16.50	120	42	5	8	0.40	0.51	0.66	42	32	25
重点关注	中新赛克	99.81	107	47	8	13	2.64	3.61	4.84	38	28	21
重点关注	深信服	114.03	466	77	12	12	1.63	2.10	2.85	70	54	40
重点关注	石基信息	35.76	382	81	4	11	0.50	0.60	0.73	72	60	49
重点关注	浪潮信息	29.52	381	47	4	1	0.67	0.97	1.33	44	30	22
建议关注	美亚柏科	15.15	122	55	5	7	0.44	0.58	0.78	34	26	19
建议关注	广联达	32.54	367	120	12	11	0.35	0.49	0.70	93	67	46
建议关注	科大讯飞	33.03	726	104	6	8	0.39	0.57	0.81	84	58	41
建议关注	超图软件	18.25	82	43	4	5	0.47	0.62	0.81	39	30	22
建议关注	捷顺科技	8.11	52	46	3	5	0.25	0.34	0.45	33	24	18
建议关注	数字认证	40.62	73	82	12	10	0.57	0.78	1.06	71	52	38
建议关注	华宇软件	23.06	187	35	3	6	0.75	0.95	1.17	31	24	20
建议关注	中科曙光	33.33	300	59	8	3	0.63	0.86	1.16	53	39	29

资料来源：Wind、世纪证券研究所

注：行情数据截止为 2019 年 11 月 28 日

## 七、风险提示

### ➤ 技术落地不及预期

人工智能、区块链等技术在实际应用中的真正效用仍具有一定不确定性，如果相关应用场景中新兴技术在花费较高成本后对业务效率与质量的提升不及预期，那么将延缓有关供应商市场拓展。

### ➤ 技术更替期成本增加

传统软件供应商在将现有服务业务向云上迁移过程中可能因为技术转移而导致成本大幅提高，相关公司在技术更新期盈利能力可能恶化。

### ➤ 国际环境变化

我国在基础科学与底层技术上与发达国家仍有一定差距，如果国际环境恶化可能影响部分公司业务进展。

### ➤ 政策环境改变

部分计算机公司下游客户需求高度依赖政策支持，如果相关领域政策支持力度减弱，相关公司市场空间将受到压缩。

## 附录

以下给出我们对云计算、医疗信息化、信息安全、金融科技、自主可控和自  
分领域龙头的具体标的列表。其中：涨跌幅统计的是为2019年1月1日至  
11月28日行情表现。区间PE情况统计的是从2019年11月28日向前推2  
年的估值情况。

Figure 62 云计算标的

公司	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
用友网络	71%	77	207	51	16%
广联达	57%	120	130	39	89%
宝信软件	119%	52	60	29	75%
石基信息	38%	81	99	58	57%
泛微网络	9%	63	109	55	16%
万兴科技	15%	50	171	30	14%
恒生电子	84%	54	322	47	3%
深信服	27%	77	94	27	75%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 63 医疗信息化标的

公司	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
卫宁健康	22%	65	97	55	24%
创业慧康	29%	42	61	33	32%
思创医惠	26%	65	86	30	62%
东华软件	31%	31	98	20	14%
东软集团	-8%	611	712	11	86%
和仁科技	-29%	63	146	55	9%
麦迪科技	42%	68	125	48	27%
久远银海	81%	51	76	36	37%
万达信息	41%	151	167	30	88%
国新健康	3%	-66	2,378	214	-13%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 64 信息安全标的

公司	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
启明星辰	48%	50	83	30	37%
深信服	27%	77	94	27	75%
中新赛克	24%	47	108	41	10%
绿盟科技	101%	66	81	39	64%
北信源	150%	98	116	45	75%
南洋股份	44%	53	712	25	4%
卫士通	33%	153	396	70	25%
蓝盾股份	5%	19	33	14	27%

资料来源：Wind、世纪证券研究所

Figure 65 金融科技标的

公司	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
恒生电子	84%	54	322	47	3%
金证股份	93%	-128	131	37	-177%
同花顺	141%	64	111	25	45%
银之杰	87%	316	1,114	139	18%
润和软件	34%	32	45	21	45%
长亮科技	59%	166	190	52	83%
赢时胜	-3%	42	68	28	36%
顶点软件	121%	65	120	24	42%
四方精创	154%	81	105	24	70%

资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 66 自主可控标的

公司	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
中国长城	218%	46	92	25	31%
浪潮信息	86%	47	167	36	8%
中国软件	222%	317	868	108	28%
紫光股份	23%	31	59	28	12%
中科曙光	30%	59	130	55	6%
太极股份	46%	43	52	27	63%
中孚信息	157%	113	190	56	42%
东方通	175%	72	74	28	96%
淳中科技	58%	42	67	27	37%
诚迈科技	405%	744	764	38	97%

资料来源: Wind、世纪证券研究所

Figure 67 细分领域龙头

公司	细分领域	涨跌幅	PE(ttm)	区间最高PE	区间最低PE	PE分位值
同花顺	金融科技(C端)	141%	64	111	25	45%
启明星辰	信息安全	48%	50	83	30	37%
卫宁健康	医疗信息化	22%	65	97	55	24%
用友网络	企业服务	71%	77	207	51	16%
雄帝科技	身份识别(出入境)	1%	28	52	25	10%
宝信软件	钢铁信息化/IDC	119%	52	60	29	75%
恒生电子	金融科技(B端)	84%	54	322	47	3%
美亚柏科	电子取证	17%	55	65	36	65%
广联达	建筑信息化	57%	120	130	39	89%
石基信息	酒店信息化	38%	81	99	58	57%
科大讯飞	语音识别	34%	104	255	93	7%
超图软件	地理信息系统	0%	43	55	25	60%
捷顺科技	智慧停车	49%	46	68	19	54%
数字认证	CA认证	169%	82	95	31	79%
华宇软件	法检信息化	54%	35	43	20	66%
中科曙光	高端计算机	30%	59	130	55	6%

资料来源: Wind、世纪证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

### 投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20% 之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。	强于大市： 相对沪深 300 指数涨幅 10% 以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10% 之间； 弱于大市： 相对沪深 300 指数跌幅 10% 以上。

### 免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。