



强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
太极股份	002368.SZ	42.42	买入
金山办公	688111.SH	171.31	增持
华宇软件	300271.SZ	26.30	买入
用友网络	600588.SH	30.20	买入
超图软件	300036.SZ	20.67	买入
浪潮信息	000977.SZ	32.78	买入
启明星辰	002439.SZ	34.47	买入
绿盟科技	300369.SZ	18.95	增持
南洋股份	002212.SZ	20.04	买入
恒生电子	600570.SH	79.49	买入
科大讯飞	002230.SZ	33.80	增持
捷顺科技	002609.SZ	8.82	买入

资料来源：万得，中银国际证券
以2019年12月18日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《演化系列5G专题报告之一：聚焦计算机行业三大受益领域》20191021

《计算机行业2019年中期策略：科技长征，去往确定的终点》20190630

《“演化”系列信息安全专题报告之三：等保2.0实施，市场增量几何？》20190512

《“演化”系列医疗信息化专题报告之一：医疗信息化还有多大配置价值？》20190201

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

孙业亮

(8610)66229041

yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001

计算机行业 2020 年度策略

向“红海”寻“红利”

2019年计算机行业涨幅42%，领先市场约27pct（截至12月13日）。受经济下行预期影响，或有观点对政企投入信心欠缺，认为2020年计算机行业成长性存在隐忧。分析多个细分板块近期增速可知，“成长失速”或不具数据支撑，因此看好行业大概率向上（尤其是软件领域）。但在竞争格局承压局面下，多个领域“红海”化趋势较为明显。我们认为要从需求变革的领域寻找机会，主要关注自主可控、网络安全、商业化AI三个存在“红利”机会的方向。

支撑评级的要点

- **计算机板块2019年行情表现亮眼。**截至12月13日，计算机板块全年涨幅41.5%，期间最大涨幅52.3%，较上证综指（+14.2%）高出27.3pct，较创业板指（+35.1%）高出17.2pct。
- **成长失速缺乏数据支撑。**2020年对行情预判的重要支点在于行业业绩是否能够支撑上涨行情持续。由于宏观经济压力，政企在信息化领域的投入存在失速的可能，因此市场对此有部分担忧。我们分析了多个细分板块，除了部分硬件和安防等有波动或自然降速预期外，软件、电子政务、网络安全等都有提速预期，AI、SaaS增速或有下降但仍可达40%左右较高水平，金融IT、医疗IT和教育IT等则有望维持稳定增速。因此我们认为计算机行业成长性未失，相反，却有较大机会进一步明确自2015-2016年之后需求的向上拐点。
- **竞争加剧或难避免，红海市场中寻找供需变革的红利机会。**虽然行业增速看好，但市场化竞争却使得格局不明朗，子板块普遍红海化，对标的选择增加难度。因此发现因内外部因素变化而对未来供需产生变化的领域是关键。
- **关注三个红利方向。**（1）内外脱钩带来的国产化市场红利：PC终端红海迎来变局基本已成明牌，持续看好的同时下一阶段机会还在软件、电子政务、北斗和视频编码等领域；（2）潜在整合预期带来的网络安全市场红利：国家队扩容和大安全政策下安全市场存在整合机会，至少协同性会有所增强；（3）泡沫出清带来的商业化AI市场红利：去杠杆、加强监管等政策陆续挤出金融、出行等AI落地场景的泡沫，规范化运营厂商可以享受已完成市场教育的空白空间。

重点推荐

- 推荐上述三个细分赛道：国产化市场的自主可控红利、网络安全市场的潜在整合预期红利，和商业AI市场的泡沫出清红利。相应推荐太极股份、华宇软件、超图软件、用友网络、金山办公、浪潮信息的国产化软硬件公司，启明星辰、绿盟科技、南洋股份等网络安全公司，以及恒生电子、科大讯飞、捷顺科技等商业化AI公司。

评级面临的主要风险

- 行业竞争显著加剧；技术研发不及预期；政企信息化投入低于预期。



目录

2020 年成长未失，只是格局不明.....	5
2019 年行业强于大市，软件与金融科技表现更优.....	5
增速上行，“成长失速”少数据支撑.....	6
格局下行，“红海”的机会在供需变化处.....	13
自主科技生态红利重塑国产化市场.....	16
整机市场已成确定性机会.....	16
软件市场日趋明朗.....	18
更多国产化机会在北斗、音视频标准等.....	21
行业整合预期红利重塑网络安全市场.....	24
新等保与《密码法》实施，空间释放与新入者搅局并行.....	24
国资密集参股，百亿收入公司预期下整合红利渐浮现.....	26
泡沫出清红利重塑商业化 AI 市场.....	27
泡沫在 AI 金融领域的出清.....	27
泡沫在 AI 出行领域的出清.....	28
投资建议与风险提示.....	30
投资建议.....	30
风险提示.....	30
华宇软件.....	32
金山办公.....	34
绿盟科技.....	36
南洋股份.....	38
捷顺科技.....	40
科大讯飞.....	42
汉邦高科.....	44



图表目录

图表 1. 2019 年计算机指数走势	5
图表 2. 2019 年软硬件板块走势	5
图表 3. 2019 年细分板块走势	6
图表 4. 2013~2019 年前 10 月软件业收入规模与增速	7
图表 5. 2013~2019 年 Q2 服务器 (x86) 收入规模与增速	7
图表 6. 2013~2018 年中国 PC 出货量与增速	8
图表 7. 2014~2018 年 ATM 出货量与增速	8
图表 8. 2008~2018 年中国电子政务市场规模与增速	9
图表 9. 2016~2019H1 中国电子政务服务用户规模及增速	9
图表 10. 2012~2021 中国网络安全市场规模及增速	10
图表 11. 2012~2021 年中国网络安全市场规模及增速	10
图表 12. 2014~2023 年中国人工智能市场规模及增速	11
图表 13. 2012~2021 年中国 SaaS (左) 和 CRM (右) 市场规模及增速	11
图表 14. 2013~2022 年中国银行 IT (左) 和保险 IT (右) 服务市场规模及增速	12
图表 15. 2016~2022 年中国医疗行业 IT 支出规模及增速	12
图表 16. 2013~2021 年中国教育 IT 市场规模及增速	13
图表 17. 不同板块增长趋势概括与判断	13
图表 18. 2009~2019 年 10 月软件业务出口金额累积同比增速	14
图表 19. 中国政府行业 IT 解决方案市场厂商份额 (2017)	14
图表 20. 中国银行 IT 解决方案市场厂商份额 (2017)	14
图表 21. 中国医疗 IT 软件服务厂商份额 (2017)	15
图表 20. 2017 (上) 和 2018 (下) 年中国企业 SaaS 厂商收入份额对比	15
图表 23. 信创应用相关政策及影响演化	16
图表 24. 信创产业相关政策梳理	16
图表 25. “信创”产业链及部分代表性厂商	17
图表 26. 国产 CPU 芯片格局	17
图表 27. 飞腾产品系列	18
图表 28. 国内桌面操作系统份额	19
图表 29. 国产数据库厂商格局	19
图表 30. 2018 年阿里云数据库份额提升至全球前三	20
图表 31. 国内数据库行业市场规模变化	20
图表 32. 国内中间件行业市场规模变化	21
图表 33. 国内中间件厂商份额	21



图表 34. 计算机行业受北斗产业链中下游影响	22
图表 35. 视频编解码标准发展阶段	22
图表 36. H.265/HEVC 专利池及部分专利方	23
图表 37. 中国网络安全 100 强企业 (2019): 安全厂商众多	24
图表 38. 新华三安全产品线与传统厂商对标	25
图表 39. 2018 年防火墙市场份额	25
图表 40. 奇安信行业安全解决方案面向传统厂商领域	25
图表 41. 奇安信在 2018 年 UTM、内容安全等领域份额靠前	26
图表 42. 2019 年国资入股及现有国资控股安全公司	26
图表 43. 2019 年部分清退非法网贷的政策	27
图表 44. 2019 年 9 月末较年初互联网金融借贷规模减少比例	27
图表 45. 网贷相关爬虫公司滥用技术情况	28
图表 46. 2016Q1-2019Q3 中国创业投资机构基金募集情况比较	29
图表 47. 2016Q1-2019Q3 中国创业投资市场投资总量比较	29
图表 48. 智慧停车商业模式与挑战	29
附录图表 49. 报告中提及上市公司估值表	31



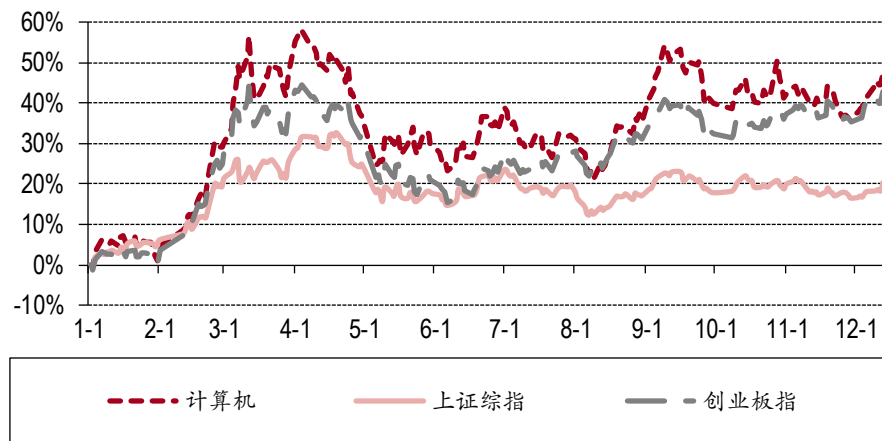
2020 年成长未失，只是格局不明

2019 年行业强于大势，软件与金融科技表现更优

2019 年（截至 12 月 13 日收盘，下同），计算机行业较年初上涨 41.53%，期间最大涨幅 52.34%，最大跌幅-4.32%。全年表现亮眼，较上证综指（+14.23%）高出 27.30pct，较创业板指（+35.12%）高出 17.22pct。

其中，上半年自 2 月初迎来春季快速上攻行情，于 4 月初达到全年涨幅的高点；随后受华为科技禁令等事件影响回落至 30% 涨幅位置附近；8 月中开始第二轮上涨，回升至 40~50% 的位置并持续至年底。

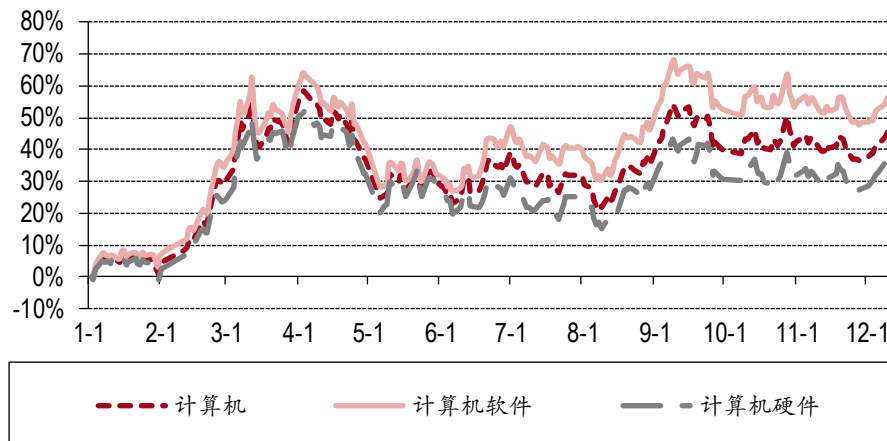
图表 1. 2019 年计算机指数走势



资料来源：公司公告，中银国际证券

从软硬件大类划分来看，全年基本保持“软件优于硬件”的态势，软件指数涨幅一直领先，截至期末涨幅 52.08%，其中较年初最大涨幅一度达到 61.01%。

图表 2. 2019 年软硬件板块走势

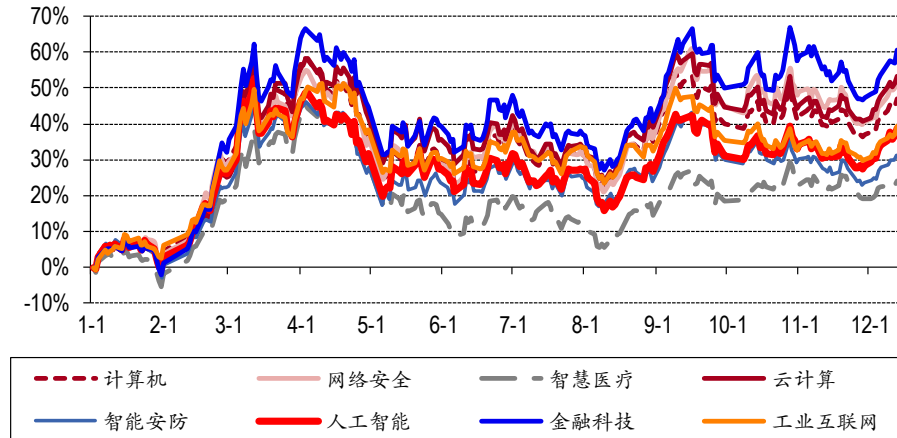


资料来源：万得，中银国际证券



在细分领域方面，我们以网络安全、智慧医疗、云计算、智能安防、人工智能、金融科技和工业互联网等关注度较高的板块为例，其中：（1）金融科技板块走势最佳，涨幅全年基本保持在行业第一；（2）云计算和网络安全表现也较为出色，尤其在第二轮上涨中优于整体行业；（3）智能安防和智慧医疗全年走势弱于行业整体，分析前者受中美贸易摩擦及政府投入力度变化有关，后者与2018年走势优异2019年处于估值消化阶段有关。

图表 3. 2019 年细分板块走势



资料来源：万得，中银国际证券
注：采用万得各细分板块指数分类

增速上行，“成长失速”少数据支撑

尽管2019年行情走势不错，但市场上仍然有对计算机行业基本面不能支撑行情的隐忧。基于对宏观经济环境存在下行压力的担忧，市场部分观点认为行业面临“成长失速”风险，认为：（1）由于政府预算增速预期放缓，政府信息化（ToG）公司将迎来压力；（2）企业经营重心在寻找增长点，企业信息化（ToB）投入将会有所受限；（3）流量红利的耗尽将使得C端市场的增速放缓。

其中，第三点在我们2019年年度策略报告重点进行了分析，也指出BAT等传统做ToC业务的互联网企业挤进产业互联网行当。那么一年过去，第一点和第二点中ToG和ToB领域（即政企信息化）的情况变得如何呢？那么，对政企信息化市场成长失速预期是否有数据支撑呢？看起来，恰恰相反。

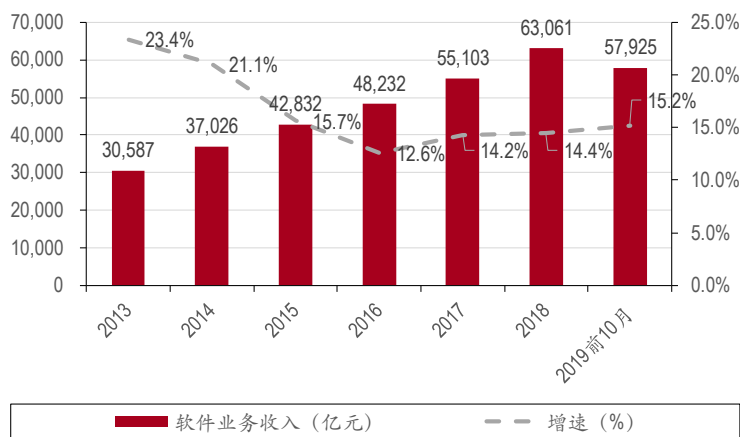
软件行业增速展望优于硬件

1、软件业

首先看看整个软件领域的情况。根据工信部的统计，2018年全国软件和信息技术服务业规模以上企业3.78万家，合计完成软件业务收入63,061亿元，同比增长14.2%；2013~2018年间CAGR为15.6%。

整体上看增速确实有所放缓，但2016年以后行业增速已经企稳并逐步提升。而且，2019年前10月实现增速15.2%。按此趋势，2019年全年很有可能实现较好甚至高于2018年的增速。中商产业研究院对2019年增速为7.7%，前瞻产业研究院预测为7.8%，中证鹏元也预计软件行业“2019年收入增速或下降”，目前判断都对行业前景有所低估。

图表 4. 2013~2019 年前 10 月软件业收入规模与增速



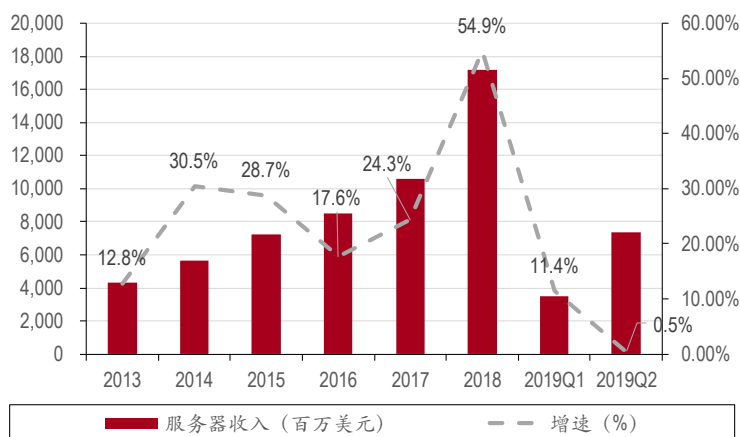
资料来源：工信部，中银国际证券

2、服务器

那么硬件情况如何？计算机行业最主要的硬件包括服务器、个人电脑（PC）和金融机具等垂直领域硬件设备等。

根据 IDC 的统计，服务器行业增速过往一般在 10~20% 之间，2017~2018 年逐步提升至 55% 的高峰。2019 年前两个季度看，增速确实有所回落。

图表 5. 2013~2019 年 Q2 服务器（x86）收入规模与增速



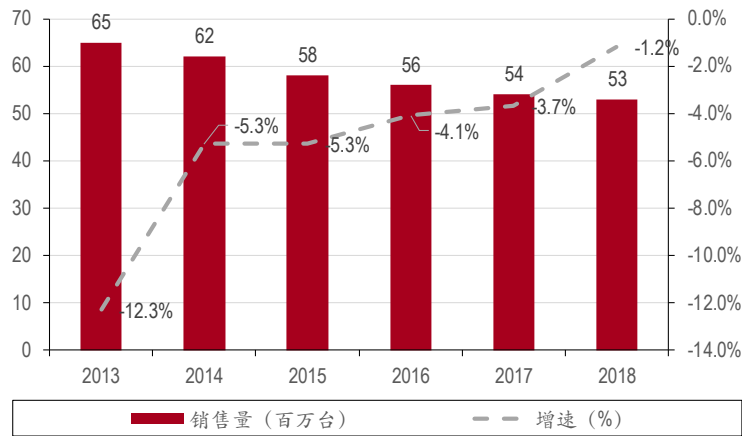
资料来源：IDC，中银国际证券

IDC 进一步表示，服务器市场经过两年高增长后，增速放缓主要因为互联网企业和公有云服务商采购明显缩减，Top5 超大规模互联网客户整体服务器采购量出现负增长。换句话说，服务器出货量前期增的太快了，需要一段时间消化。这种波动性在过去较长时间来看是普遍存在的，很难说是趋势性现象。此外，根据对 Intel 和 Aspeed 等厂商收入和出货量估算，2019Q3 上游芯片市场出现了向上拐点。而这两个指标一般领先服务器需求半年左右，所以 2020 年服务器市场需求增速是否一定放缓还很难说。

3、PC（整机）

PC 是很成熟的市场，产品更新周期日益延长，市场对其增速预期不高。从 IDC 的统计数据看，2013~2018 年也确实处于持续负增长情况。但值得注意的是，增速正在稳步回升。Gartner 的数据显示，2019Q2 全球 PC 市场出货量总计为 6,300 万台，同比增长 1.5%，是时隔两个季度以后，PC 市场迎来的首次增长。Gartner 表示原因是多方面的，几乎所有的厂商在第二季度都对产品线进行了大规模的更新。仅按此经验数据推断，2020 年或许存在行业增速转正的机会，但不太会是超过 10% 的高增速领域。

图表 6. 2013~2018 年中国 PC 出货量与增速

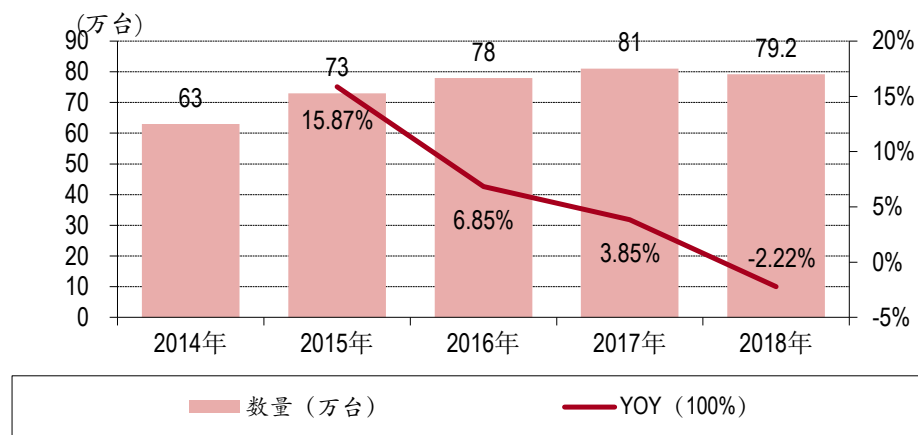


资料来源：广电运通国内营销中心，中银国际证券

4、金融设备 (ATM)

当然，受到移动支付等影响，纸币流通和使用情况日益减少，金融机具类细分领域市场规模大部分都是平稳甚至萎缩的。虽然未来或许存在法定数字货币政策的潜在影响，但不确定因素还较高，以广电运通等业内公司给出的数据来看这个趋势确实很难改变。

图表 7. 2014~2018 年 ATM 出货量与增速



资料来源：广电运通国内营销中心，中银国际证券

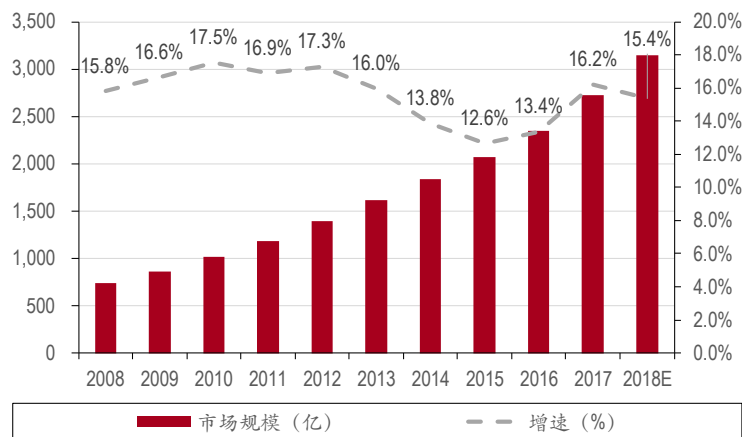
传统信息化领域

所以 2020 年对软件行业增速的展望可以更乐观一些，而硬件中服务器则有待观察。那么在各个下游细分领域情况如何？我们先来看看一些较为传统的信息化领域，包括电子政务、网络安全和安防领域。

1、电子政务

根据观研天下引用统计局数据，中国电子政务市场 2017 年增速为 16.2%，已经较 2015 年 12.6% 的增速有了较大回升，重回 2008~2013 年的历史较高水平。其预计 2018~2024 年内，“电子政务仍将保持 13% 左右的稳定增长”，给出 2018 年的增速预测为 15.4%。

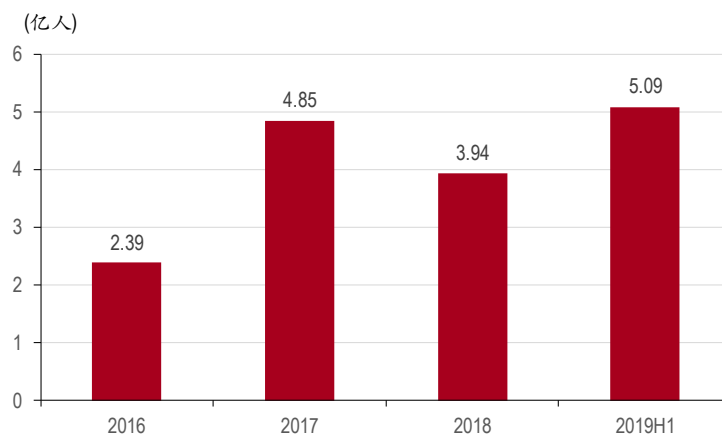
图表 8. 2008~2018 年中国电子政务市场规模与增速



资料来源：统计局、观研天下，中银国际证券

这一预测的作出在 2018 年，基本是中性的，那么 2019 年是否会因政府财政预算收紧预期而下调预测呢？从近期的一些数据看也并不需要。CNNIC 给出的电子政务服务用户规模在 2019H1 已达到新高。服务人数与系统厂商收入并不成正比，但预示着系统建设的投入仍然需要保持。实际上，在我们 2019 年中期策略报告中分析了信息化投入在公安等部门的预算中优先级较高：**有可比数据的 20 个省一级公安厅（局）2019 年信息化相关预算达 35.8 亿（整体法），较 2018 年的 22.4 亿增长 59.7%。**

图表 9. 2016~2019H1 中国电子政务服务用户规模及增速

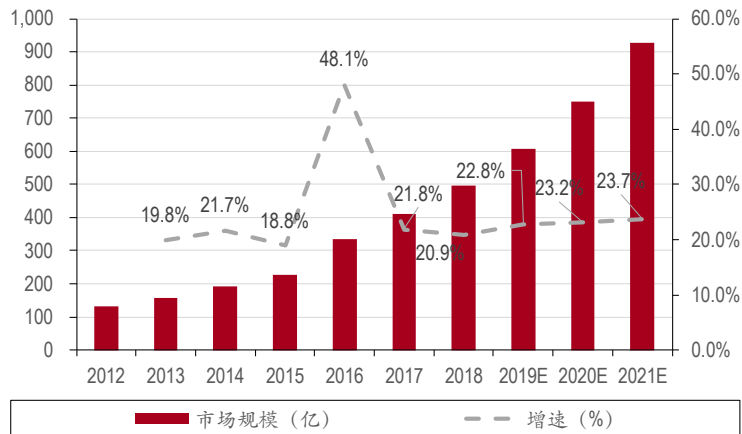


资料来源：CNNIC，中银国际证券

2、网络安全

需要说明的是，2019 年下半年以来市场对这一领域预期有所回升（也可以从 9 月份以后安全板块走势优于行业侧面体现），较少有悲观预期。从 CCID 的数据和预测可以看出，2019 年之后，安全市场的增速是稳中有升的。

图表 10. 2012-2021 中国网络安全市场规模及增速

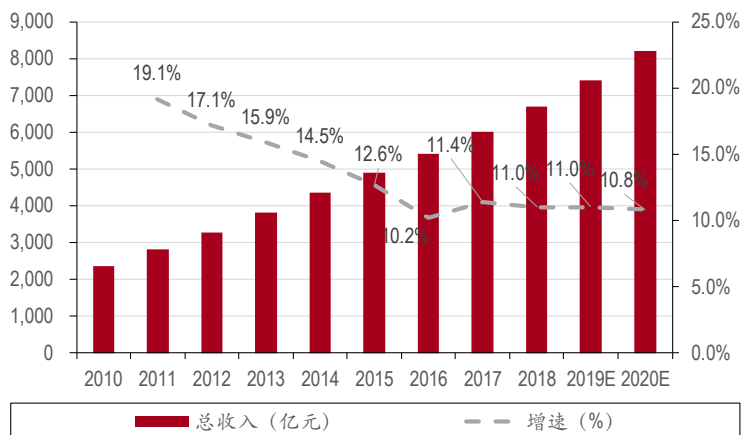


资料来源: CCID, 中银国际证券

3、安防

安防确实是比较明确的增速缓慢下降, 主要是投入稳定、基数增大导致。不属于景气度下滑, 只是已经接近成熟市场, AI等新技术的引入对于如此大体量的市场来说带来弹性尚未规模化。

图表 11. 2012-2021 年中国网络安全市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 中银国际证券

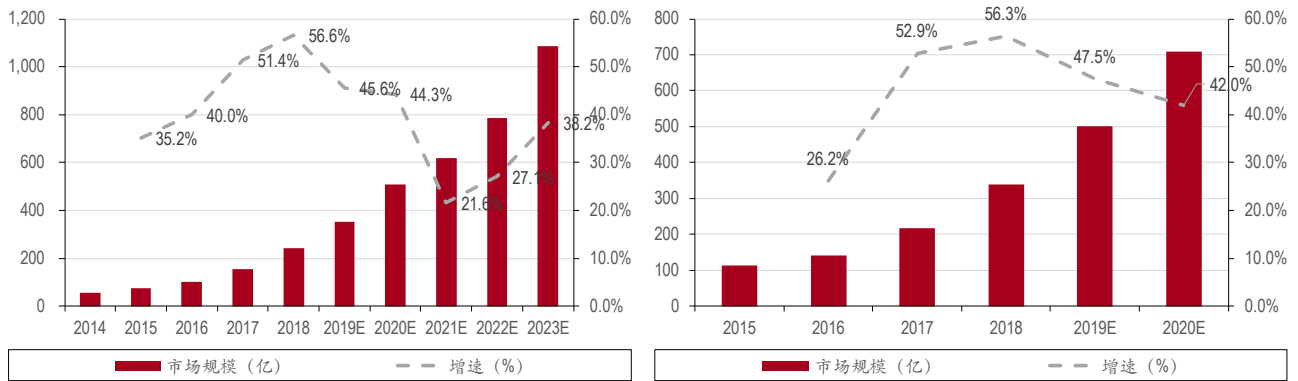
新兴领域

所以传统领域中, 除了安防增速自然下滑外, 其他领域景气度仍然在高位, 网络安全甚至进一步回升的预期还很显著。对于新兴领域的情况会是怎样? 我们关注人工智能、SaaS 和金融科技三个板块。

1、人工智能

2017-2018 年人工智能景气度处于高位, 来自不同机构的行业数据都显示行业增速在 50~60%之间。2019-2020 年, 行业增速预计仍然处于 40%以上的高水平。只是在计算机视觉之外, 很少有规模化的 AI 商用落地场景, 所以市场关注度略有下降。

图表 12. 2014~2023 年中国人工智能市场规模及增速

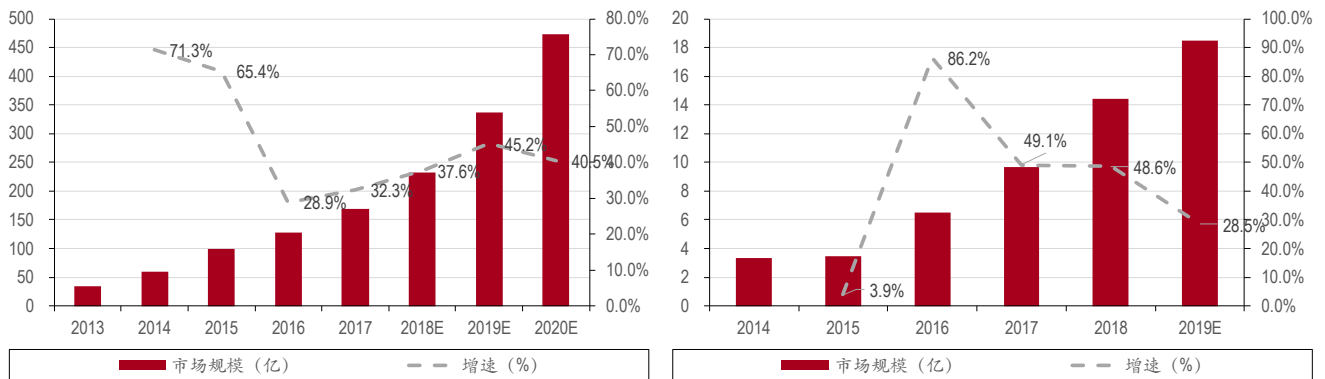


资料来源：中商产业研究院 (左)、中国信通院 (右)，中银国际证券

2、SaaS

2019 年，SaaS 在二级市场属于较为火热的概念，这得益于行业的高增速。而高增速来源于 SaaS 产品对传统软件产品替代的渗透率快速提升。从前瞻产业研究院的统计数据看，2016~2018 年行业增速大致保持在 30~40% (2015 年以前因基数较低，增速超过 60%)。另外，CRM 等细分领域的增速也受此带动保持很高的水平。在这一板块中，我们不认为市场对 2020 年预期持谨慎态度，而是相信继续高速增长的可能性较大。

图表 13. 2012~2021 年中国 SaaS (左) 和 CRM (右) 市场规模及增速



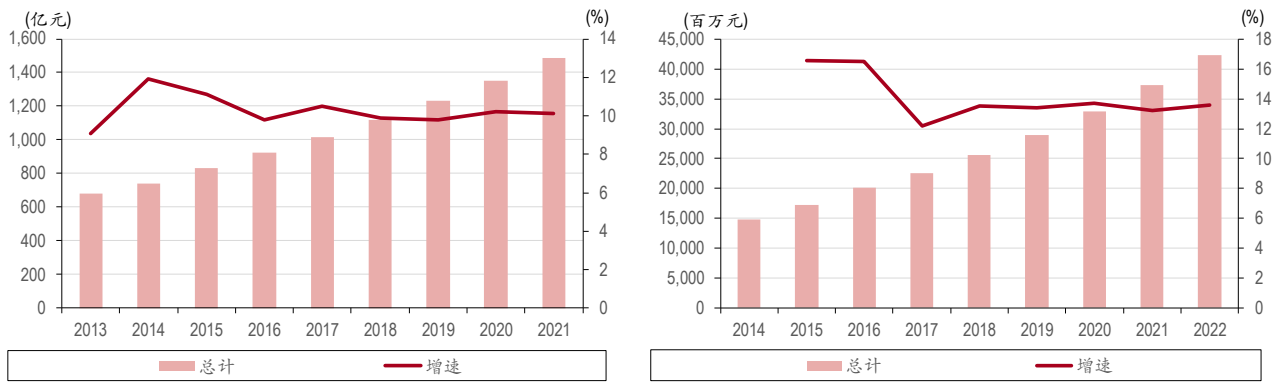
资料来源：前瞻产业研究院 (SaaS)、阿里云峰会 (CRM)，中银国际证券

3、金融科技

需要说明的是，金融科技目前能够有规模化市场的是金融信息化 (包括银行 IT、证券 IT、保险 IT 等)，这些领域其实也可以算作传统的信息化领域。

根据 IDC 的统计和预测，中国银行 IT 和保险 IT 都处于平稳发展阶段，每年增速基本稳定。由于前文所述预期所蕴含的假设为企业收入承压导致对 IT 投入不足，在这两类企业中并非主要问题，所以市场对此类细分领域的增速并不会显得特别悲观，不作过多比较。

图表 14. 2013~2022 年中国银行 IT (左) 和保险 IT (右) 服务市场规模及增速



资料来源: IDC, 中银国际证券

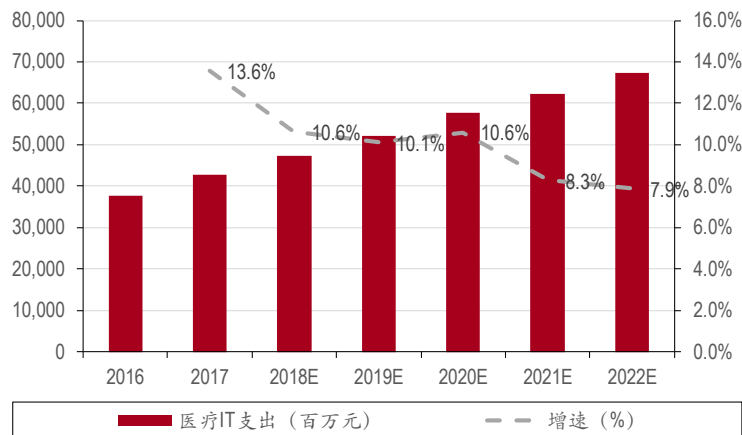
逆周期领域

如果整体经济下行, 逆周期领域的增速应该具备相对优势。我们再来看看**医疗信息化**和**教育信息化**两个比较公认的逆周期领域是否仍有增速优势。

1、医疗信息化

IDC 对中国医疗 IT 支出的统计和预测显示行业增速在 10% 左右, 把柄预测会呈现因自然下降的趋势。但受到 2018 年下半年和 2019 年的政策影响, 实际上行业增速已经明显提升, 具体分析可以参考我们演化系列医疗信息化专题报告。

图表 15. 2016~2022 年中国医疗行业 IT 支出规模及增速

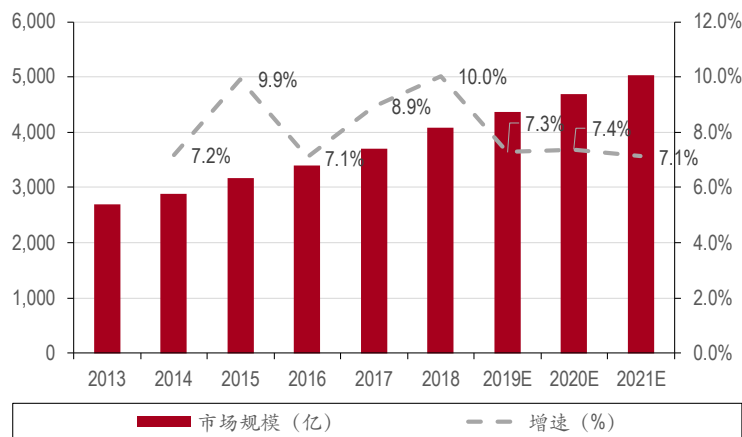


资料来源: IDC, 中银国际证券

2、教育信息化

教育信息化是一个渗透率较低的市场, 主要是产品个性化需求差别大, 软件厂商较难体现规模化效应。因此根据艾瑞咨询的数据, 行业增速一方面较低 (10% 以下), 但另一方面又能保持, 因为离天花板还很远。

图表 16. 2013-2021 年中国教育 IT 市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，中银国际证券

所以逆周期领域的两个板块确实能够在经济波动的不同阶段都保持较为平稳的增速，预计未来一年发生较大变动的可能性较低。

成长失速不具代表性

综合以上，我们总结了不同板块过去增长趋势，并对 2020 年的增速做了预判（图表 17）。这些判断仅是针对数据的历史趋势，并未过多添加子板块 2020 年基本面变化的预期（结合行业具体情况的预期将在下面章节讨论）。

显然，除了硬件和安防两个领域分别延续波动和自然下行趋势外，其他领域基本上都是维持甚至上调前期增速的。所谓“成长失速”在计算机行业预计不会是代表性现象。

图表 17. 不同板块增长趋势概括与判断

板块	近 3-5 年增速趋势	2020 年增速预测
软件	自 2016 年低点后逐步回升，2019 年前 10 个月数据强化上升趋势	提升
硬件	服务器有波动，PC 降幅持续收窄，金融设备负增长	延续趋势
电子政务	自 2015 年低点后逐步回升	提升
网络安全	基本保持在 20% 以上增长，2018 年初步呈现回升	提升
安防	随基数增长增速从 19% 逐年降至 11%，但仍实现 10% 以上增长	延续趋势
人工智能	保持 40% 以上增长	保持高位
SaaS	保持 50% 以上增长	保持高位
金融 IT	保持平稳	持平
医疗 IT	保持平稳	持平
教育 IT	保持平稳	持平

资料来源：中银国际证券

格局下行，“红海”的机会在供需变化处

多领域面临竞争加剧压力

前文分析了 2020 年行业内多个子板块的增速其实具备更乐观基础，这与市场的认知有一定出入。那么，如何理解这种认知误差，进一步寻找隐忧来源呢？我们认为主要来自板块竞争格局的不明朗甚至恶化。

我们主要观察行业增速提升的领域来说明这个问题。市场已对出口型竞争机会的减少有较为充分的预期。软件出口金额同比下降较快，主要是叠加行业自身原因（如外包业务景气下滑等）和外部中美贸易争端等原因导致。

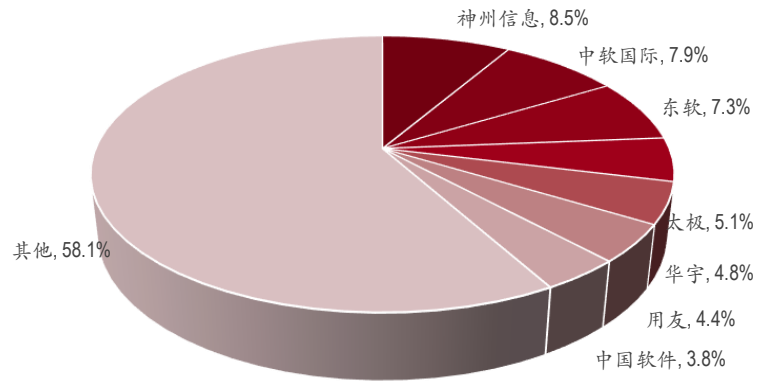
图表 18. 2009-2019 年 10 月软件业务出口金额累积同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

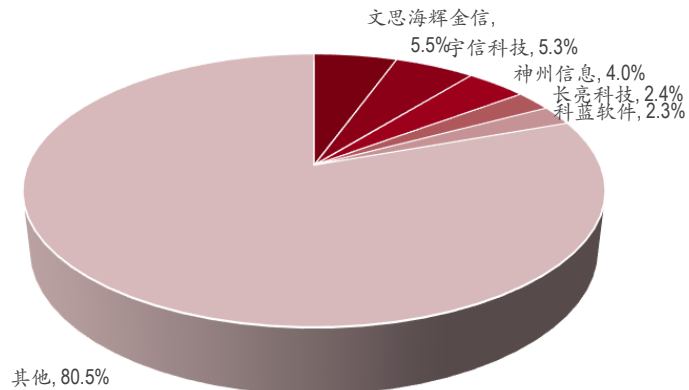
细分领域方面，电子政务、网络安全、银行 IT、医疗 IT 等，都属于分散市场。IDC 给出的 2017 年数据显示，政府 IT 解决方案市场龙头神州信息份额只有 8.5%；银行 IT 厂商龙头文思海辉金信份额只有 5.5%；医疗 IT 竞争格局略好，东软、卫宁等龙头份额超过 10%。

图表 19. 中国政府行业 IT 解决方案市场厂商份额 (2017)



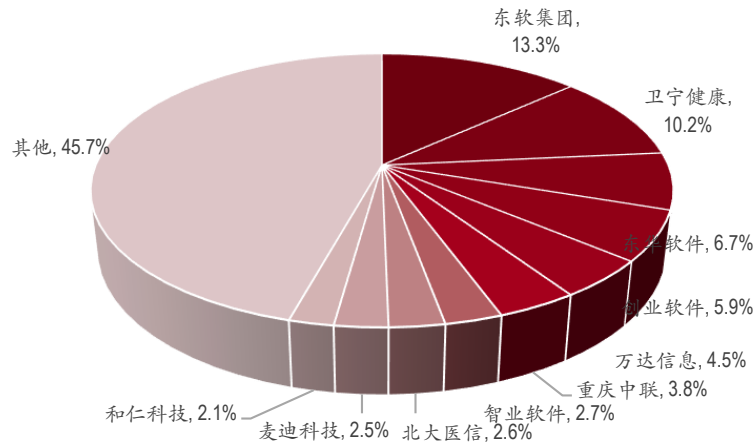
资料来源：IDC，中银国际证券

图表 20. 中国银行 IT 解决方案市场厂商份额 (2017)



资料来源：IDC，中银国际证券

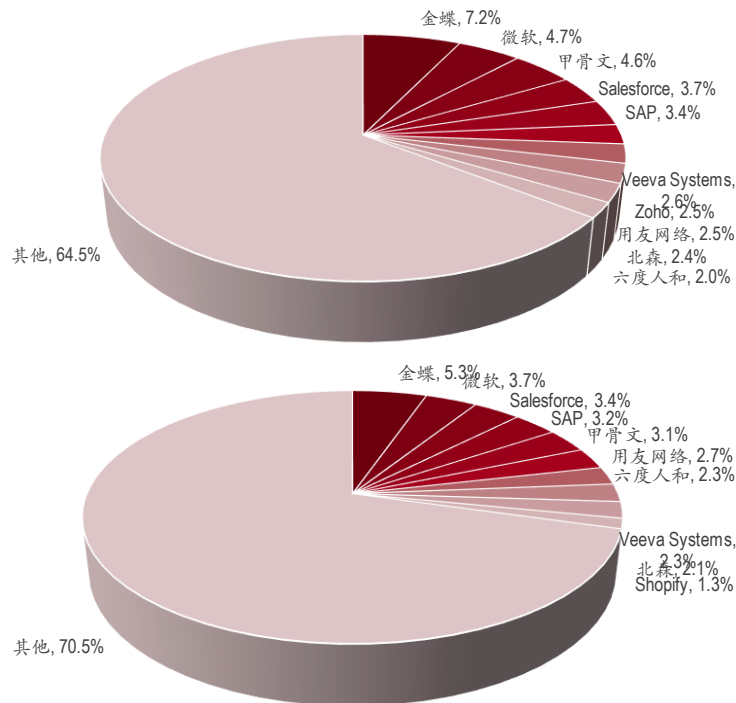
图表 21. 中国医疗 IT 软件服务厂商份额 (2017)



资料来源: IDC, 中银国际证券

即使是市场信心较好、过往增速较高的企业 SaaS 领域, 竞争压力也在加大。前十厂商的份额从 2017 年的 35.5% 降至 2018 年的 29.5%。

图表 22. 2017 (上) 和 2018 (下) 年中国企业 SaaS 厂商收入份额对比



资料来源: IDC, 中银国际证券

对整体投资策略的指导意义

综合上述分析, 我们认为 2020 年的投资主线除了在行业增速上行的板块中寻找, 还会隐藏在供需格局发生变化导致竞争格局迎来向上拐点的“红海”市场中。从数据上看, 行业增速向上的弹性还未达到显著乐观的层次, 增量市场的拼杀是激烈的。存量市场格局变化蕴含更大的投资“红利”。

基于此, 我们建议把握三个方向面临的潜在红利机会:

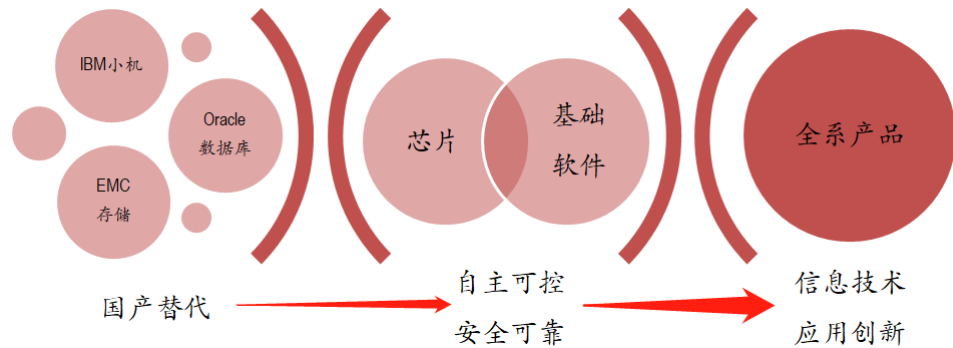
- (1) 内外部科技格局变化带来的自主可控市场红利;
- (2) 自上而下主导行业整合机会带来的网络安全市场红利;
- (3) 互联网免费模式退出带来 AI 商业化市场红利。

自主科技生态红利重塑国产化市场

整机市场已成确定性机会

自主可控在中国科技领域已经发展多年，主要由政策主导，经历了去 IOE、自主可控、安全可控和信息技术应用创新（“信创”）等阶段，2018 年以后在中美科技禁令等催化因素下景气度快速提升。

图表 23. 信创应用相关政策及影响演化



资料来源：安可联盟，中银国际证券

图表 24. 信创产业相关政策梳理

时间	政策文件	主要要求
2010 年 5 月	《关于信息安全产品实施政府采购的通知》	要求中央单位使用财政性资金采购信息安全产品的，应当采购经国家认证的信息安全产品，并要求产品供应商提供由中国信息安全认证中心按国家标准认证颁发的有效认证证书
2010 年 10 月	《中华人民共和国保守国家秘密法》	涉密信息系统投入使用前必须经过系统测评和系统审批两个环节。系统建设完成后，应通过国家保密行政管理部门授权的测评机构的安全保密测评，经具有审批权限的保密行政管理部门审查批准，符合涉密信息系统分级保护要求后，方可投入使用
2012 年 7 月	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	涵盖了从核心元器件到基础硬件，从基础软件到应用软件的 ICT 全产业链。提出要围绕重点整机和战略领域需求，大力提升高性能集成电路产品自主开发能力，突破先进和特色芯片制造工艺技术，先进封装、测试技术以及关键设备、仪器、材料核心技术，加强新一代半导体材料和器件工艺技术研发，培育集成电路产业竞争新优势
2014 年 5 月	《中央国家机关政府采购中心重要通知》	中央机关采购计算机禁止安装 Win8 系统
2014 年 6 月	《国家集成电路产业发展推进纲要》	集成电路到 2020 年，集成电路产业与国际先进水平的差距逐步缩小，全行业销售收入年均增速超过 20%，移动智能终端、网络通信、云计算、物联网、大数据等重点领域集成电路设计技术达到国际领先水平，产业生态体系初步形成
2014 年 8 月	《加强电信和互联网行业网络安全工作的指导意见》	对网络基础设施和业务系统安全防护、推进安全可控关键软硬件应用、网络数据和用户个人信息保护等做出强调
2015 年	《国家安全法》	将网络空间划定为我国第五域
2015 年 7 月	《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	明确支持工业软件、新型工业 APP 的研发和应用，发展自主可控工业操作系统及实时数据库等基础软件，提升设计、仿真、管理、控制类工业软件的国产化率和应用水平
2016 年	《国家网络空间安全战略》	阐明中国关于网络空间发展和安全的重大立场，指导中国网络安全工作，维护国家在网络空间的主权、安全、发展利益
2016 年 5 月	《关于印发国家规划布局内重点软件和集成电路设计领域的通知》	明确基础软件：操作系统、数据库、中间件为重点软件。高性能处理器和 FPGA 芯片、存储器芯片、物联网和信息安全芯片、EDA、IP 及设计服务、工业芯片为重点集成电路设计领域
2016 年 7 月	《国家信息化发展战略纲要》	打造国际先进、安全可控的核心技术体系，带动集成电路、基础软件、核心元器件等薄弱环节实现根本性突破
2016 年 12 月	《“十三五”国家信息化规划》	要提升攻克高端通用芯片、集成电路装备、基础软件、宽带移动通信等方面的关键核心技术，形成若干战略性先导技术和产品。要构建先进、安全、可控的核心技术与产品体系
2017 年 6 月	《网络安全法》	关键基础设施领域在信息安全领域投入力度有望加大
2018 年 3 月	《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》	鼓励网信企业通过并购重组，完善产业链条
2018 年 5 月	《2018-2019 年中央国家机关信息类产品（硬件）和空调产品协议供货采购项目征求意见公告》	龙芯、申威、飞腾等国产 CPU 服务器都被列入了政府采购名录

资料来源：中央办公厅、中央网信办、工信部，中银国际证券



由于国际格局变化，中国主要依赖海外核心科技产品的供应链稳定性已经不再，因此向国内或可控第三方的供应链生态必然会快速创建。这一变化为传统 PC、服务器、电子政务等被认为是红海的成熟市场带来的显著的供需新机遇。

在“信创”前期，主要是以 PC 等硬件为主，并且客户主要为政府类（党政军、国企及事业单位等）。2020 年是信创持续扩大的年份，行业采购计划及预算编制一般多在 H1 完成，然后进行相关招标采购，反映到产业链并兑现业绩预计在 H2。意味着 2020H1 行业采购及客户渗透率将是最佳观察指标。

图表 25. “信创”产业链及部分代表性厂商



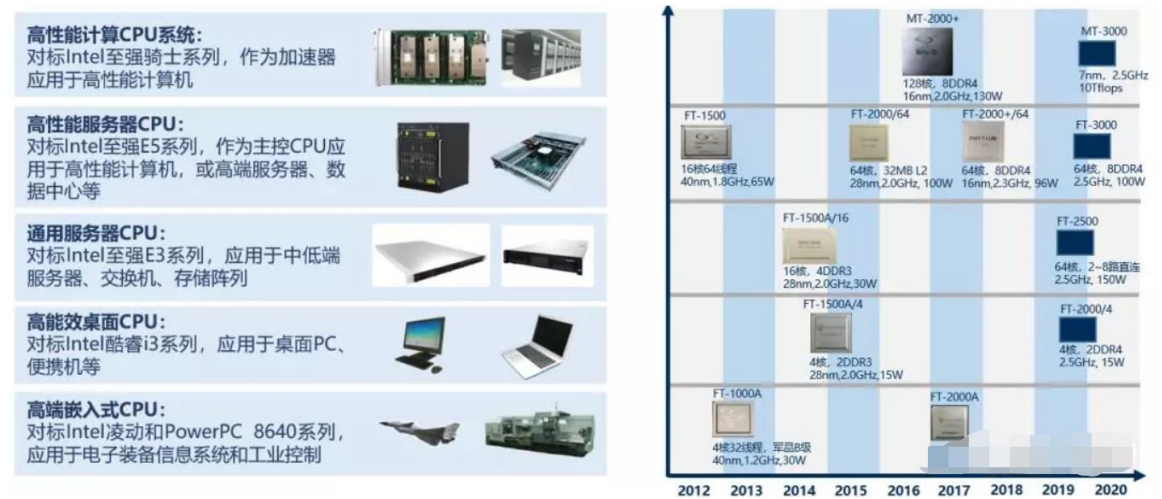
资料来源: 公司官网、万得, 中银国际证券

图表 26. 国产 CPU 芯片格局

CPU 架构	概述	国产代表厂商
x86 系	可以兼容 Windows 操作系统, 现已成为了业界的一种标准。芯片巨头美国英特尔一家独大, 市占率超过 95%, 其余为 AMD 所占	北大众志、兆芯、海光
ARM 系	ARM 架构的最大的特点在于节能。目前在移动端占主导, 隶属英国 ARM 公司	飞腾、华为海思、展讯、华芯通
MIPS 系	MIPS 架构计算性能突出。2012 年, 美国 MIPS 公司被多家科技企业联合肢解收购	龙芯、君正
Alpha 系	Alpha 架构以高性能著称, 隶属美国 DEC 公司	申威
Power 系	Power 架构堪称高性能的代言, 隶属美国 IBM 公司	中晟宏芯

资料来源: 自主可控新鲜事, 中银国际证券

图表 27. 飞腾产品系列



资料来源: 飞腾官网, 中银国际证券

软件市场日趋明朗

信创产品服务面向全部 IT 软硬件领域, 因此可以根据传统的计算机结构估计, 在终端硬件等领域推行成功后, 还将向 (1) 更多硬件: 包括底层芯片 (计算架构体系)、存储、网络、PC 及服务器; (2) 软件: 包括数据库、中间件、操作系统及应用软件等; 和 (3) 系统集成及咨询实施服务等方向持续推进。

基础软件至关重要, 替代空间显著, 国产厂商弹性最佳。基础软件主要包含操作系统、数据库和中间件, 主要链接底层算力架构和上层的应用软件。同样由于需要技术积累和应用生态发展, 国产基础软件发展短板非常明显, 国产整体市占率依然偏低。

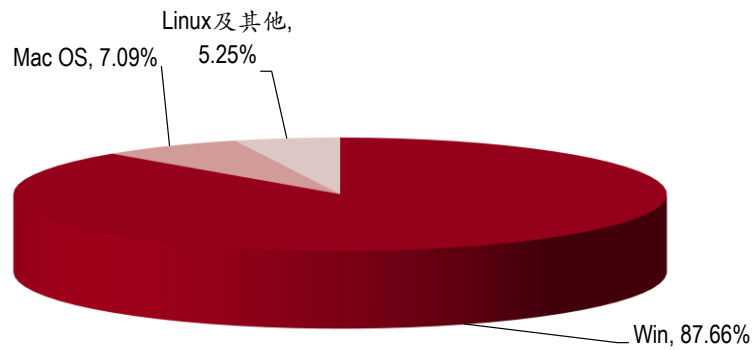
操作系统软件

国产操作系统任重道远。国产操作系统是指由中国本土软件公司开发的计算机操作系统, 可分为国产桌面操作系统、国产服务器操作系统、国产移动终端操作系统等。目前国内桌面版操作系统仍以 Windows 为主, 移动端以 Android 为主。国产厂商主要从 Linux 开源系统出发, 并通过兼容多生态角度出发拓展应用, 目前在政府端客户市占率良好。根据中研普华产业研究院统计数据, 我国国产操作系统市场快速增长, 2015 年国产操作系统市场规模为 6.29 亿元, 同比增长 39.2%, 到 2017 年增长至 11.64 亿元, 同比增长 35.8%, 增长快速。

从全球和国内操作系统市占率对比来看, 国内重点突破口在于 Linux 开发。国内 Linux 及其他系统市占率为 5.25%, 高于全球的 3.23% 水平。

假设在信创政策支持下, 2020-2022 三年内政府类客户操作系统均替代成为国产, 并在此过程中补足技术差距并完善行业应用生态, 然后在 2023-2025 三年内成功拓展金融、能源等行业大客户, 逐渐渗透到个人用户。中性假设在 2025 年国产操作系统市占率达到 50%, 6 年时间空间弹性高达近 10 倍。

图表 28. 国内桌面操作系统份额



资料来源: IT之家, 中银国际证券

数据库软件

数据库是基础软件中较难突破的重要环节。数据库作为 IT 系统运行重要一环, 作用堪比人体血液供应替代的“心脏”, 对信息数据进行采集、存储、计算和调用。从上个世纪 80 年代以来, 国内几乎所有机构和公司, 从金融、电信到航空, 清一色地使用国外的数据库产品, 尤其是在银行、电信、电力、航空等实时交易重要的环境中, Oracle 数据库依然起着重要作用, 因此高性能、稳定性和安全性成为重要评价指标。

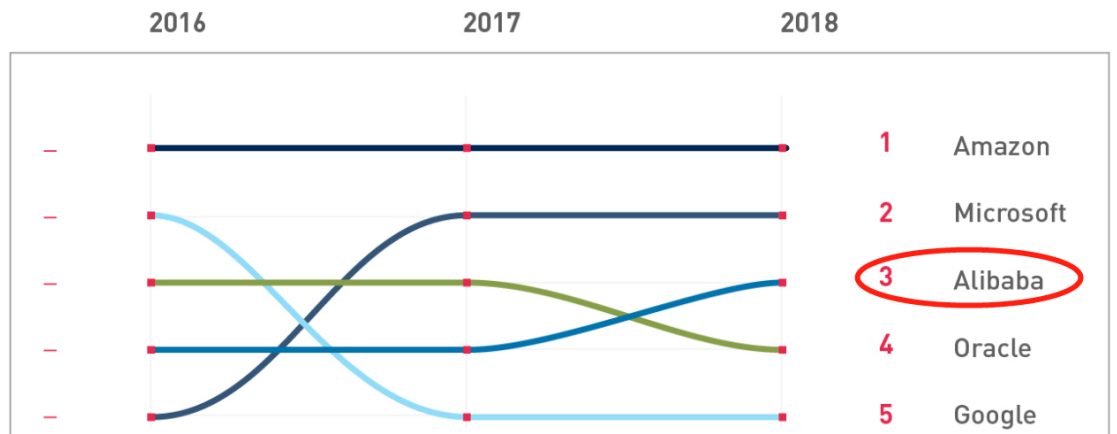
图表 29. 国产数据库厂商格局

公司	代表产品	背景
阿里	Polar DB	基于 MySQL 开发
蚂蚁金服	OceanBase	自研
腾讯云	TDSQL	基于 MySQL 开发
华为	Gauss DB	基于 PostgreSQL 开发
人大金仓	KingbaseES	在国家“863”计划数据库重大专项和北京市科技重大项目支持下研发成功, 太极股份持股 38%
武汉达梦	DM8	依托华中科大数据库与多媒体研究所
神舟通用	神通数据库	依托中国航天和浙江大学
南大通用	Gbase	依托南开大学
东软集团	OpenBASE	承接国家“863”计划
山东瀚高	HighGo DB	基于 PostgreSQL 开发

资料来源: 公司官网, 中银国际证券

国产云数据库发展迅猛, 阿里腾讯异军突起。2019 年 6 月 Gartner 发布报告指出“数据库的未来是上云, 阿里云已位列全球云数据库市场份额前三”, 增速方面, 腾讯云数据库市场份额增速达 123%, 阿里云年增速在 115%, AWS 增速为 74%、Oracle 为 66%。Gartner 认为云数据库已为数据库市场的增收贡献一半以上份额, 到 2022 年, 预计有 3/4 的数据库天然部署或迁移到云上。

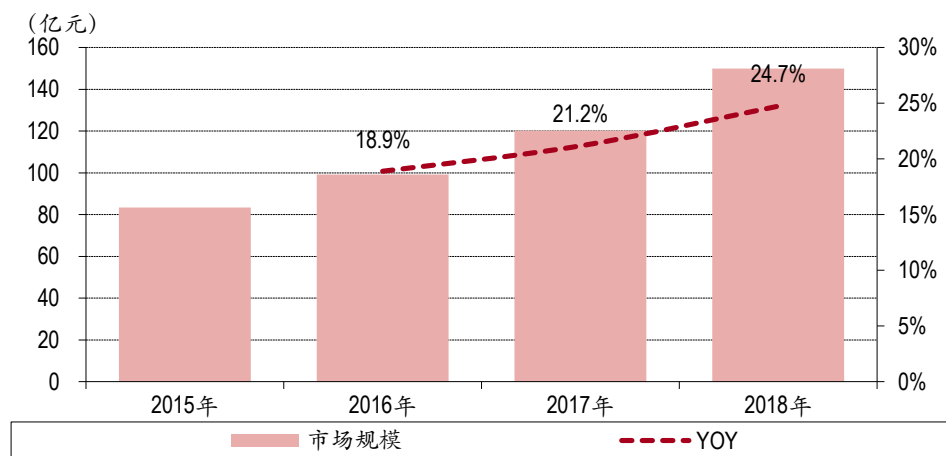
图表 30. 2018 年阿里云数据库份额提升至全球前三



资料来源: Gartner, 中银国际证券

2018 年数据库行业增速达 25%。根据中研普华产业研究院统计预测, 2018 年中国数据库软件市场规模为 149.96 亿元, 2020 年有望突破 200 亿, 但高端高性能应对大数据应用的国产交易型数据库仍是 Oracle、IBM、微软为主, 国产厂商份额较小。

图表 31. 国内数据库行业市场规模变化



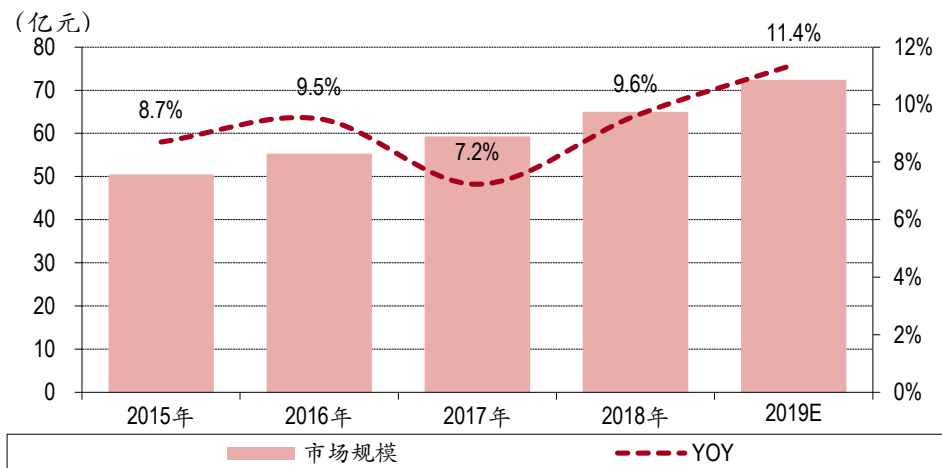
资料来源: 中国软件行业协会, 中研网, 中银国际证券

国产数据库市场格局较为分散, 10 年空间弹性可达 5 倍。如前所述, 数据库行业市场格局较为分散, 既有华为中兴等 ICT 巨头, 又有阿里腾讯等云巨头, 老牌的数据库厂商如人大金仓、武汉达梦也依靠优势股东背景在政府行业如鱼得水。总体来看与 Oracle 依然存在较大差距, 按照 2015 年数据, 国产数据库份额近 10% 左右, 按照操作系统与数据库一定的配比关系, 同样假设到 2025 年国产数据库市场份额达到 50%, 10 年空间弹性达到 5 倍。

中间件软件

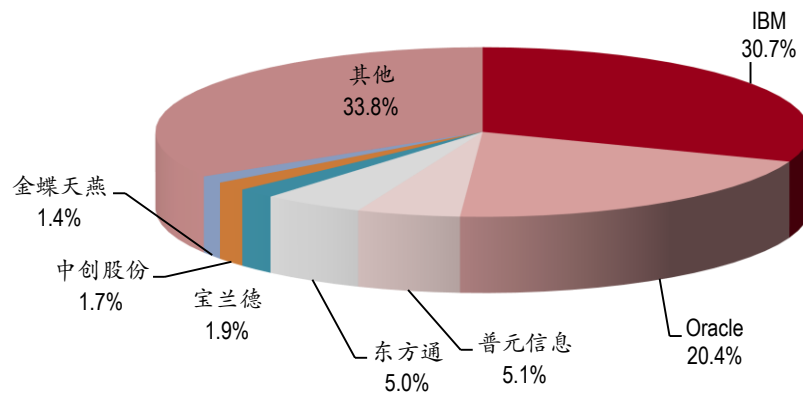
中间件市场格局呈现两极分化状态。根据计世资讯统计, 2018 年国内中间件市场规模为 65 亿, 市场空间较为小众。厂商格局呈现两极分化状态, 2018 年 IBM 和 Oracle 两家市场份额合计超过 50%, 而国产龙头厂商如东方通、普元信息等市占率仅各为 5% 左右, 因此在跟踪国产厂商整体增速的基础上, 更要重点分析市场格局变化, 对于部分龙头厂商, 未来增速可叠加行业和竞争变化。假设在 2025 年国产厂商市占率达到 80%, 则国产厂商整体空间弹性达 60%, 再叠加行业平均增速和集中度变化, 国产龙头厂商将实现较快增速。

图表 32. 国内中间件行业市场规模变化



资料来源：计世资讯，中银国际证券

图表 33. 国内中间件厂商份额



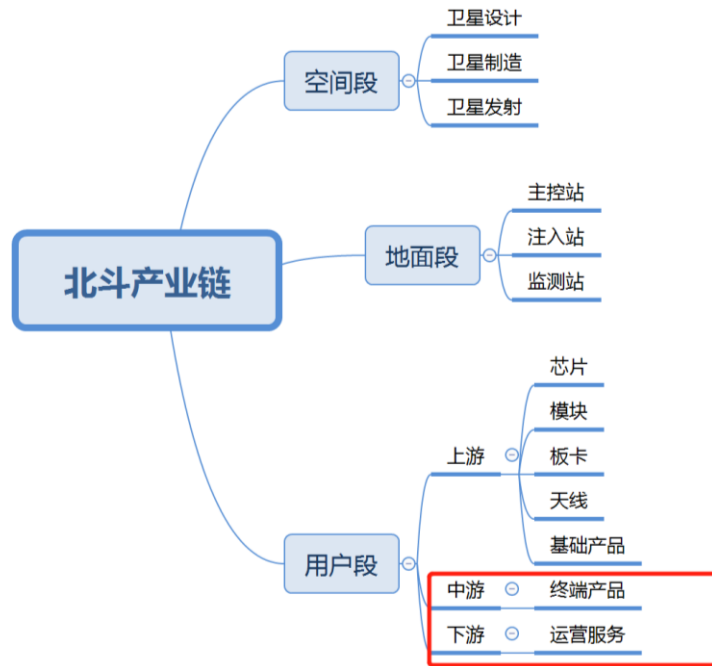
资料来源：计世资讯，万得，宝兰德招股书，中银国际证券

更多国产化机会在北斗、音视频标准等

北斗初步组建，产业应用可期

2019年12月16号，我国北斗卫星导航系统第52、53颗卫星成功进入预定轨道，至此北斗三号中圆地球轨道（MEO）卫星全部发射完毕，标志着北斗三号全球系统核心星座部署完成。根据航天科技集团规划，北斗空间段将在2020年组网建设完成，随着北斗系统基础设施逐步完善，我们认为北斗系统后期应用有望紧跟而上，军用先行，民用消费市场有望爆发。

图表 34. 计算机行业受北斗产业链中下游影响



资料来源：万得，中银国际证券

国产北斗芯片已可实现较好替代，实现规模应用。根据中国卫星导航定位协会统计，2018 年国产北斗双频 SOC 芯片及国产五模四合一北斗三代芯片的推出，标志着我国已经迈入导航芯片技术先进国家的行列；国产北斗兼容型芯片及模块销量已突破 7,000 万片，性能价格比肩国际水平，国产高精度板卡和天线销量也分别占国内市场的 30%和 90%。

未来重点在于应用段的终端产品和运营服务发展。中游主要包括终端集成和系统集成，是产业发展的重点，计算机行业内的超图软件、四维图新、合众思壮等厂商均在备战发力。下游的解决方案和运维服务提供众多行业应用，四维图新、数字政通等厂商均能受益。

音视频编码技术亦存国产化需求

随着 5G 和 8K 超高清带动视频应用创新的力度增强，音视频编码技术的国产替代也逐渐浮出水面。在历代视频编码技术阶段中，中国普遍采用和国际接轨的 MPEGx、H.26x、HEVC 等标准。而实际上，国内也有自己的 AVS 系列标准，并且在 4K 时代推出了 AVS2 版本。

图表 35. 视频编解码标准发展阶段



资料来源：当虹科技公告，中银国际证券

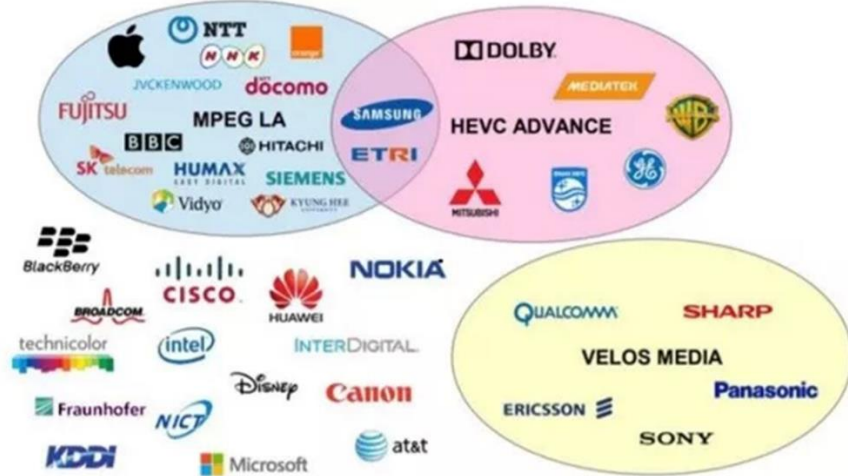
2006 年，AVS 工作组推出了中国首个自主设计的视频编码标准（AVS1），为我国在数字音视频编解码领域打造了基础。AVS1 码率上较 MPEG-2 标准有一定优势，但是因为标准在全球适用性原因，并为被大面积推广采用。

2012 年，工作组推出了 AVS+，是第一个版本的增强版，主要面向广电行业。效果与 H.264/AVC 的最高标准相当，依赖 AVS+ 我国实现了全国地面数字电视和卫星高清频道的应用。

2016 年，AVS2 推出，编码效率比 AVS1 高了一倍，与国际标准处于同一水平，甚至在部分场景领域编码效率高了一倍。

2018 年 AVS2 VR 编码技术推出；2019 年针对 8K 超高清的编码标准推出，编码效率相较 AVS2 又提升了 20%。而且在 2019 年 9 月，华为海思还发布了全球首款 AVS3 芯片 Hi3796CV300。

图表 36. H.265/HEVC 专利池及部分专利方



资料来源：《HEVC 最新许可政策详解》，中银国际证券

从国际标准的专利池所有方组成可以看到，主要的权益方都是欧美企业，尤以美国企业为主。在专利费用和授权可靠性方面，如果继续采用国际标准，也会存在受制于人的潜在风险。因此，适时推广和统一 AVS 标准，或成为行业的一个潜在国产替代机会。

行业整合预期红利重塑网络安全市场

新等保与《密码法》实施，空间释放与新入者搅局并行

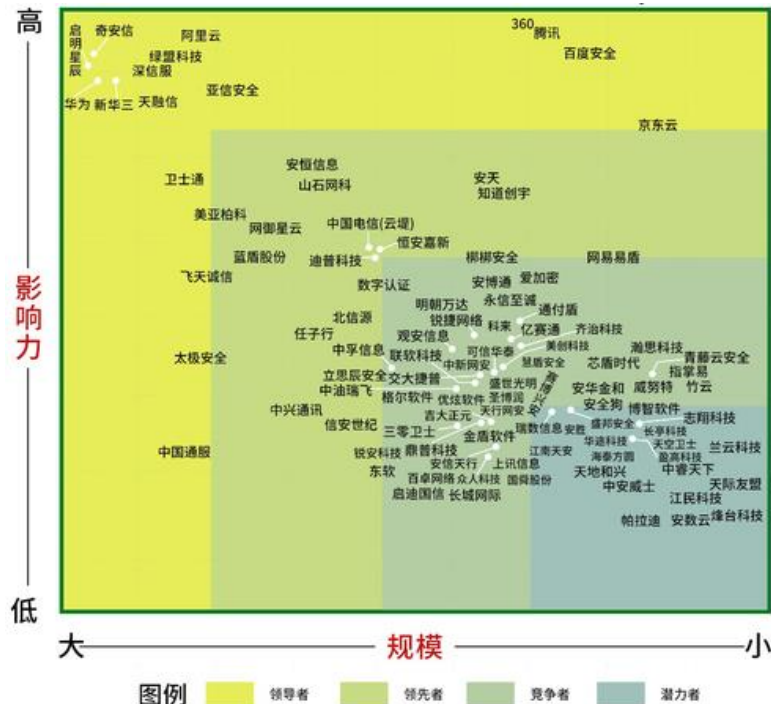
2019年12月1日，由公安部发布的网络安全等级保护制度2.0（简称“等保2.0”）正式实施。等保是对国内全部网络实体按重要性、分级别（共5个级别）进行保护的工作制度，等保标准是指导相关部门规范开展等级测评的根据。

我们在5月份的“演化”系列信息安全专题报告中分析过，等保2.0对云计算、大数据平台、工控、移动互联网、物联网等领域的安全提出了更高的要求，同时扩大了第三级以上的范围，即更多网络主体将被纳入强制性安全标准建设范围。因此，市场空间将显著放大。根据我们的测算，整体可见短期市场增量约2倍于传统市场空间，约400~600亿，即网络安全市场整体增长到600~900亿。CCID的预测数据与此相印证（见图表10）。

同时，《中华人民共和国密码法》于2019年10月26日经第十三届全国人民代表大会常务委员会第十四次会议表决通过，于2020年1月1日起施行。密码法是我国密码领域的综合性、基础性法律，也将带动安全市场的建设需求。

长期稳定增长的空间和近两年国家重视程度的提高，也吸引了诸多厂商涉足网络安全市场。正如前文所述，网络安全市场格局分散。例如，《IDC FutureScape：全球安全产品2018年预测—中国启示》中提到，一些大型企业在其环境中安装了多达50个安全厂商的产品。以行业龙头启明星辰的2018年收入25.2亿元和整体市场规模（IDC统计为400亿、CCID数据为500亿）计算，其市占率约在5~6%之间。

图表 37. 中国网络安全 100 强企业（2019）：安全厂商众多



资料来源：安全牛，中银国际证券

对传统安全格局有影响的新进入者主要包括奇安信（原 360 企业安全）、华为、新华三以及预计进入企业安全市场的三六零等。

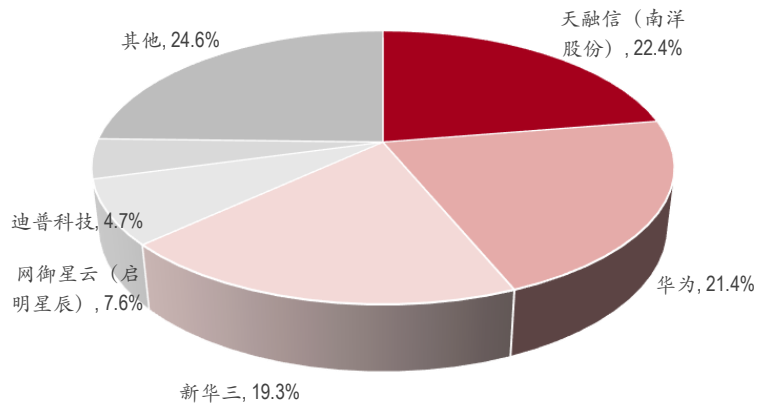
其中，华为和新华三作为网络设备厂商一直在安全领域有布局，但是在 2016 年左右开始加大了安全业务的投入，使得安全成为其快速增长的业务之一。例如，新华三的防火墙产品在 2019 年上半年同比增长 31.6%，且以 23.8% 的市场份额占据中国防火墙市场第一。

图表 38. 新华三安全产品线与传统厂商对标



资料来源: 新华三官网, 中银国际证券

图表 39. 2018 年防火墙市场份额



资料来源: IDC, 中银国际证券

同样地, 奇安信虽然成立时间不长, 但由于起步借助 360 品牌和资金支持, 大力投入研发, 在短时间做到了行业领先。2016~2018 年, 奇安信营收从 6.56 亿增长至 23.94 亿元 (尚未盈利), CAGR 达到 91%, 已经接近行业龙头启明星辰的体量。2019 年 6 月 6 日公司签署《辅导协议》, 意味着启动登陆科创板程序。

图表 40. 奇安信行业安全解决方案面向传统厂商领域



资料来源: 奇安信官网, 中银国际证券

图表 41. 奇安信在 2018 年 UTM、内容安全等领域份额靠前

安全产品	行业前三企业及其市场份额情况					
	第一名	市场份额	第二名	市场份额	第三名	市场份额
防火墙	天融信	23%	华为	21%	新华三	19%
统一威胁管理	网御星云	16%	深信服	14%	360企业安全	13%
IDS/IPS	启明星辰	20%	绿盟科技	19%	新华三	11%
VPN	深信服	31%	启明星辰	10%	天融信	7%
安全内容管理	深信服	26%	360企业安全	13%	绿盟科技	6%
AIRO	绿盟科技	21%	启明星辰	16%	IBM	@精融汇

资料来源: IDC, 中银国际证券

所以, 在过去的一两年间, 行业增速预期先行启动, 厂家间的竞争也日益胶着。作为典型的成熟市场, “红海”特征持续。

国资密集参股, 百亿收入公司预期下整合红利渐浮现

2019 年以来, 一些值得关注的动态在网络安全上市公司层面悄然发生变化。最主要的是国资持续入股安全类公司, 不少还是成为控股股东或第一大股东。

图表 42. 2019 年国资入股及现有国资控股安全公司

时间	公司	入股方	入股比例	安全业务
2019.3.29	美亚柏科	国投智能	15.79% (22.59%投票权控股)	电子取证、网络安全
2019.5.10	奇安信 (拟上市)	中国电子	22.59%	网络安全
2019.6.6	网宿科技	广西投资集团	12%	云安全
2019.6.28	椰椰安全 (拟上市)	中网投	—	应用加固、移动安全等
2019.7.25	绿盟科技	中电科系公司	15.50% (第一大股东)	网络安全
2019.11.18	南洋股份	中电科旗下电科网信	5.01%	网络安全
国资控股	卫士通	中电科	35.43%	网络安全
国资控股	中新赛克	深圳国资委	26.66%	流量可视化
国资控股	数字认证	北京国资公司	26.24%	电子认证

资料来源: 万得, 中银国际证券

尽管国资入股在 2019 年整个 A 股市场频频出现, 但在安全领域的密集出现还是有其自身原因。一方面, 网络安全市场以政府、央企、军队等下游客户为主, 国资平台能够帮助安全公司对接到更多客户。例如, 中电科、中电子旗下有包括芯片、系统软件、整机等不同产业链环节的布局, 都对安全存在显著需求。另一方面, 网络安全公司作为保障国家安全的重要力量, 国有背景也能让数据、网络设备、信息资产更可靠得被管理起来。

首现 3 个百亿收入体量安全公司提法。2019 年 6 月 30 日, 在北京软博会上发布了《国家网络安全产业园区发展规划》, 工信部与北京市政府决定建设国家网络安全产业园区。根据规划, 到 2020 年, 依托产业园打造不少于 3 家年收入超过 100 亿元的骨干企业, 带动北京市网络安全产业规模超过 1,000 亿元, 拉动 GDP 增长超过 3,300 亿元。

其中三六零作为个人安全市场龙头, 基本符合要求, 2018 年收入 131 亿元。但以企业安全公司体量来看, 要短期实现收入上百亿较有挑战。一种可能是扩大到安全集成类厂商范畴, 例如太极股份 2018 年收入超 60 亿元。另外, 还可以通过入股整合等方式实现。例如, 2018 年同样是中电科旗下的卫士通、天融信 (南洋股份剥离电力业务)、绿盟科技收入合计超 50 亿元。

泡沫出清红利重塑商业化 AI 市场

2015 年以来，互联网创投等因素带动下，互联网与初创势力在消费、科技、金融等多个领域全面渗透，并通过免费、增值服务、广告等模式快速增长。这些动作对相应行业带来了较大的竞争压力。随着 2018~2019 年去杠杆等政策的推进，资金热量衰减，在缺乏监管和明确商业模式的领域无钱可烧，则出现了被迫和主动出清的局面。

规范运作的企业有望在泡沫退却之后把握市场空白，进入良性发展阶段。这一个红利相对二级市场投资来说还需要一段“整合出清-新方向研发-应用落地”的传导过程，预计 2020 年是一个起步阶段，短期受益标的有待发掘，建议保持关注。

泡沫在 AI 金融领域的出清

金融科技 (Fintech) 依赖 AI、大数据、云计算、区块链等技术为金融市场提供服务。相比智能投顾等海外模式，在国内先落地的金融科技应用是继承自互联网金融的 P2P、消费贷等模式。而 2019 年 P2P 的主题词就是“出清”。

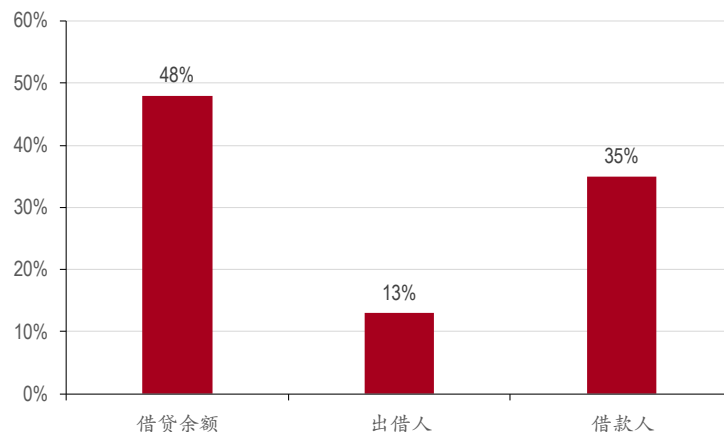
图表 43. 2019 年部分清退非法网贷的政策

时间	政策	要求及影响
2019.1	《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》	对网贷机构的风险状况进行了分类，并且首次提出“能退尽退，应关尽关”，坚持以机构退出为主要工作方向
2019.7	互金整治领导小组和网贷整治领导小组明确提出网贷专项整治时间表	三季度“三降”，四季度“试点”。在“降余额、降人数、降店面”的“三降”要求之下，P2P 存续平台的扩张已彻底停止，基本处于维持生存的状态
2019.10	《关于办理非法放贷刑事案件若干问题的意见》	最高法、最高检、公安部、司法部明确了非法放贷的认定标准
2019Q4	北京、厦门等 6 个地方启动监管试点工作	专项整治工作将按照“成熟一家、纳入一家”的原则，将整改基本合格机构纳入监管试点

资料来源：《浙商》杂志，中银国际证券

银保监会副主席祝树民在 10 月 21 日的新闻发布会上透露，今年以来，网贷行业停业机构已经超过了 1,200 余家，大部分为主动选择停业退出，还有许多 P2P 网贷平台正在准备良性退出。

图表 44. 2019 年 9 月末较年初互联网金融借贷规模减少比例



资料来源：银保监会，中银国际证券

不仅是 P2P 业务出清，而且其产业链的“大数据”环节也在出清，典型的就是多个网络爬虫公司被监管或取缔。因为网贷将风控、催还等环节外包，因此在利益驱动下存在大量技术公司滥用爬虫技术的情况，对网络安全、个人隐私等造成侵害。

图表 45. 网贷相关爬虫公司滥用技术情况



资料来源：21 世纪经济报道，中银国际证券

行业整顿后，有资质的企业将拥有护城河，同时金融科技类企业也可避免一窝蜂的涌入技术含量欠缺、准入门槛低的借贷市场，而将研发力量投向技术密集型更显著的领域。

泡沫在 AI 出行领域的出清

受共享出行、智能驾驶、智慧停车等细分领域带动，出行场景一直是一级市场投融资的热点。但是随着市场募资难度增加，烧钱模式在出行领域渐渐遇上“后继乏力”的困境，也导致大量互联网型打法的初创企业退出。

根据清科研究中心的数据，2019 年第三季度 VC 机构共新募集 182 支可投资于中国大陆的基金，数量同比下降 11.7%；披露募资规模的 177 支基金新增资本量为 440.74 亿元人民币，同比下降 35.6%；平均募资规模为 2.49 亿元人民币。其中，VC 市场人民币基金新募集数量同比下降 8.4%，外币基金募集数量同比下降 50.0%。**2019 年前三季度募资总额 8,310 亿，同比下降 20.4%。**

相应地，投资规模也发生明显下降。2019 年第三季度 VC 市场共发生投资 753 起，同比下降 38.7%；披露投资金额的 575 起投资事件共涉及 303.92 亿元人民币，同比下降了 48.7%。**2019 年前三季度投资总额 4,300 亿，同比下降 53.7%。**

图表 46. 2016Q1-2019Q3 中国创业投资机构基金募集情况比较



资料来源：清科研究，中银国际证券

图表 47. 2016Q1-2019Q3 中国创业投资市场投资总量比较



资料来源：清科研究，中银国际证券

其中，智慧停车产业趋势十分明显。根据《每日经济新闻》报道，智慧停车在 2014 年从线下模式接触到互联网之后，2014~2016 年三年间处于井喷式发展阶段，即各路资本、各个产业涌入这个行业，当时成立了几百家互联网公司。包括安防和智慧交通等领域的上市公司也都有涉足停车板块。但是在 2017~2018 年，整个行业和资本都趋于理性。

2018 年，智慧停车相关的股权投融资基本向头部企业、A 轮后轮次聚集，融资总规模逾 10 亿元。典型案例包括小猫停车（B 轮）、停简单（阿里巴巴领投）、捷顺科技子公司深圳顺易通科技（蚂蚁金服）、爱泊车（B 轮）、车位管家（A+ 轮）等。

图表 48. 智慧停车商业模式与挑战

模式	优点	瓶颈
车位信息共享	轻资产，低成本快速复制	难形成实时车位信息的广覆盖和准确可靠
全流程渗透	重资产，粘性大，实时车位信息更精确、质量高	线下重，进入停车场需逐个停车场突破
车位预定 B2C	物业主导	国内物业缺乏动力
车位共享 P2P	轻资产，运维成本低	依赖弹性社交，时效性低，突发状况难处理，用户体验不佳
代客泊车	盈利模式清晰	依赖人力，车辆长时间脱离车主控制存在安全和信任问题
会员车位	在多个停车场享受专用停车位	信息难触达会员，受物业影响较大，对设备有要求
数据交易	供应商具备政府等渠道资源	对技术安全及准确性有极高要求，受数据源影响大

资料来源：人人都是产品经理，中银国际证券



投资建议与风险提示

投资建议

我们分析了计算机行业细分领域在 2020 年增速向上机会较大、并为有“成长失速”的现象，因此整体看好行业景气度上升带来的投资机会。同时，我们也提示在经济下行压力下，企业存在拓展业务线的动力，使得行业竞争格局或将持续承压。从而，在红海格局扩大化的前提下，应当寻找存在供需变化显著的红利机会。

我们提出三个关注方向：（1）自主可控对国产化市场带来的红利机会；（2）行业整合预期对网络安全市场带来的红利机会；和（3）泡沫出清对商业 AI 市场带来的红利机会。

围绕上述方向，我们推荐**太极股份、华宇软件、超图软件、用友网络、金山办公、汉邦高科、浪潮信息**的国产化软硬件公司，**启明星辰、绿盟科技、南洋股份**等网络安全公司，以及**恒生电子、科大讯飞、捷顺科技**等商业化 AI 公司。

风险提示

1、行业竞争显著加剧。

在行业增速尚可的市场中，影响公司业绩的主要因素在于竞争格局，如果存在格局恶化超过我们预期的情况，则会对相关公司毛利率、费用率、订单增速等指标带来压力。

2、技术研发不及预期。

在国产替代过程中，芯片、操作系统等核心科技领域我国技术水平尚有较大差距，如果技术研发进展长期不能取得突破，会对产品商业化进程产生明显拖累。

3、政企信息化投入低于预期。

相对来说，我们看好 2020 年政企在信息化领域的投入增长，但这个因素也存在受政策、宏观经历波动而低于预期的潜在风险。



附录图表 49. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)	
					2018A	2019E	2018A	2019E
002368.SZ	太极股份	买入	42.42	175	0.77	0.91	55	47
688111.SH	金山办公	增持	171.31	790	0.86	1.04	199	165
300271.SZ	华宇软件	买入	26.30	213	0.62	0.78	43	33
600588.SH	用友网络	买入	30.20	756	0.32	0.35	94	86
300036.SZ	超图软件	买入	20.67	93	0.37	0.48	56	43
000977.SZ	浪潮信息	买入	32.78	423	0.51	0.72	64	46
002439.SZ	启明星辰	买入	34.47	309	0.64	0.82	54	42
300369.SZ	绿盟科技	增持	18.95	151	0.21	0.32	90	60
002212.SZ	南洋股份	买入	20.04	232	0.42	0.39	48	52
600570.SH	恒生电子	买入	79.49	638	0.80	1.26	99	63
002230.SZ	科大讯飞	增持	33.80	743	0.25	0.37	137	91
002609.SZ	捷顺科技	买入	8.82	57	0.15	0.23	60	39

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 12 月 18 日



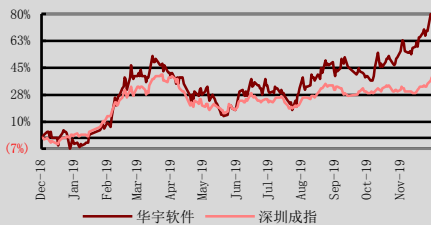
300271.SZ

买入

市场价格：人民币 26.30

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	76.4	12.8	25.5	78.1
相对深证成指	32.4	6.8	20.0	41.3

发行股数(百万)	809
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	21,287
3个月日均交易额(人民币 百万)	201
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
邵学	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

华宇软件

法院信息化龙头，信创新驱动显著

华宇软件是法院信息化软件龙头厂商，并在电子政务领域深耕多年，陆续收购万户网络和联奕科技进军政务办公自动化和教育信息化领域。公司连续 11 年在法院信息化市场占据份额第一位置，保持长期稳定增态势；信创领域迎来行业重大机遇，并已具备先发优势。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- 公司是法院信息化龙头企业。根据《IDC 中国电子政务研究报告》，华宇软件已经连续 11 年在法院、检察院信息化领域市场占有率第一。过去 10 年公司保持归母净利润同比正增长，且增速普遍在 30% 以上，行业竞争力可见一斑。
- 在信创产业具备长期布局优势，进入首批集成厂商名录或先发优势。2015 年收购万户网络，成为国内最大的政务网络办公系统供应商之一。2016-2017 获评首批“信息系统集成及服务大型一级企业”，具备信息安全集成、运维、开发服务资质。2019 年公司和旗下 TAS、IM、输入法等产品获得更深入的政府客户需求。随着 2020 年政府在集成、OA 等相关领域的投入加大，预计公司该业务面临极高弹性，成为公司新的增长驱动力。而且由于需要和国产化软硬件适配，因此先发优势将成为重要护城河，后续竞争优势有望巩固。
- 教育信息化业务市场广阔，标的公司增长稳定。公司 2017 年收购联奕科技进军教育市场，主要面向高校提供校园门户入口系统、校园服务中心等产品。2014~2018 年，联奕科技的营收和净利润稳步增长，净利润率保持在 20% 以上。

估值

- 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 6.3 亿、8.1 亿和 10.0 亿，EPS 分别为 0.78 元、1.00 元和 1.24 元，对应估值分别为 34 倍、26 倍和 21 倍。公司国产替代具备先发优势，随着 2020 年政府需求全面展开，有望迎来高弹性增长，目前估值水平仅反映法院 IT 业务传统增速，存在明显低估，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 信创投入延迟；公司份额低于预期；教育业务增速不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	2,338	2,708	3,536	5,752	9,712
变动(%)	28	16	31	63	69
净利润(人民币 百万)	381	498	630	810	1,005
全面摊薄每股收益(人民币)	0.471	0.615	0.778	1.001	1.241
变动(%)	11.7	30.6	26.5	28.6	24.0
全面摊薄市盈率(倍)	55.8	42.8	33.8	26.3	21.2
价格/每股现金流量(倍)	43.3	66.5	20.3	(155.0)	17.5
每股现金流量(人民币)	0.61	0.40	1.29	(0.17)	1.50
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.2	40.7	29.7	25.3	21.3
每股股息(人民币)	0.047	0.034	0.060	0.066	0.089
股息率(%)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	2,338	2,708	3,536	5,752	9,712
销售成本	(1,414)	(1,558)	(2,023)	(3,443)	(6,197)
经营费用	(499)	(658)	(875)	(1,550)	(2,662)
息税折旧前利润	425	492	637	759	853
折旧及摊销	(106)	(104)	(130)	(147)	(161)
经营利润(息税前利润)	319	389	507	612	692
净利息收入/(费用)	8	7	12	1	(29)
其他收益/(损失)	88	135	153	251	409
税前利润	414	531	672	864	1,072
所得税	(40)	(42)	(53)	(68)	(85)
少数股东权益	(6)	(9)	(11)	(14)	(18)
净利润	381	498	630	810	1,005
核心净利润	380	497	629	809	1,004
每股收益(人民币)	0.471	0.615	0.778	1.001	1.241
核心每股收益(人民币)	0.470	0.614	0.777	1.000	1.240
每股股息(人民币)	0.047	0.034	0.060	0.066	0.089
收入增长(%)	28	16	31	63	69
息税前利润增长(%)	43	22	30	21	13
息税折旧前利润增长(%)	32	16	29	19	12
每股收益增长(%)	12	31	27	29	24
核心每股收益增长(%)	9	31	27	29	24

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	414	531	672	864	1,072
折旧与摊销	106	104	130	147	161
净利息费用	(8)	(7)	(12)	(1)	29
运营资本变动	(13)	(90)	409	(39)	1,031
税金	(46)	(51)	(53)	(68)	(85)
其他经营现金流	38	(167)	(99)	(1,041)	(992)
经营活动产生的现金流	492	320	1,047	(137)	1,216
购买固定资产净值	82	102	110	104	107
投资减少/增加	(1,305)	81	19	28	23
其他投资现金流	528	(445)	(220)	(208)	(214)
投资活动产生的现金流	(695)	(263)	(91)	(76)	(84)
净增权益	(38)	(28)	(49)	(54)	(72)
净增债务	60	6	(66)	679	875
支付股息	38	28	49	54	72
其他融资现金流	632	(70)	162	(53)	(101)
融资活动产生的现金流	692	(64)	96	626	774
现金变动	489	(6)	1,052	413	1,905
期初现金	810	1,297	1,303	2,355	2,767
公司自由现金流	(203)	58	955	(214)	1,132
权益自由现金流	(151)	57	878	464	2,035

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,297	1,303	2,355	2,767	4,673
应收帐款	845	1,208	1,231	2,933	3,933
库存	516	677	777	1,780	2,754
其他流动资产	28	40	55	101	184
流动资产总计	2,690	3,240	4,426	7,591	11,553
固定资产	260	256	248	229	213
无形资产	387	489	482	463	426
其他长期资产	86	44	32	17	(7)
长期资产总计	734	789	763	709	632
总资产	5,131	5,831	6,997	10,119	14,027
应付帐款	296	431	388	1,114	1,496
短期债务	60	39	0	491	1,133
其他流动负债	963	1,018	1,489	2,469	4,203
流动负债总计	1,319	1,489	1,877	4,073	6,832
长期借款	0	0	0	188	420
其他长期负债	42	25	33	29	31
股本	809	809	809	809	809
储备	3,188	3,638	4,219	4,975	5,908
股东权益	3,998	4,447	5,028	5,785	6,717
少数股东权益	67	69	58	44	26
总负债及权益	5,131	5,831	6,997	10,119	14,027
每股帐面价值(人民币)	4.94	5.49	6.21	7.15	8.30
每股有形资产(人民币)	4.46	4.89	5.62	6.57	7.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.53)	(1.56)	(2.91)	(2.58)	(3.85)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.2	18.2	18.0	13.2	8.8
息税前利润率(%)	13.6	14.4	14.3	10.6	7.1
税前利润率(%)	17.7	19.6	19.0	15.0	11.0
净利率(%)	16.3	18.4	17.8	14.1	10.3
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.2	2.4	1.9	1.7
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	24.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.7	1.9	1.4	1.3
估值					
市盈率(倍)	55.8	42.8	33.8	26.3	21.2
核心业务市盈率(倍)	56.0	42.8	33.8	26.3	21.2
市净率(倍)	5.3	4.8	4.2	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	43.3	66.5	20.3	(155.0)	17.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	47.2	40.7	29.7	25.3	21.3
周转率					
存货周转天数	122.7	139.7	131.2	135.5	133.5
应收帐款周转天数	113.5	138.3	125.9	132.1	129.0
应付帐款周转天数	37.9	49.0	42.3	47.6	49.0
回报率					
股息支付率(%)	10.0	5.5	7.8	6.6	7.2
净资产收益率(%)	13.0	11.8	13.3	15.0	16.1
资产收益率(%)	7.2	6.5	7.3	6.6	5.3
已运用资本收益率(%)	3.2	2.9	3.3	3.5	3.4

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



688111.SH

增持

市场价格：人民币 165.90

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	31.3	0.0	0.0	0.0
相对上证指数	8.9	(3.7)	(1.1)	(17.1)

发行股数(百万)	461
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	76,480
3个月日均交易额(人民币 百万)	808
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
金山办公应用软件有限公司	53

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321
sirui.yang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

孙业亮

(8610)66229041
yeliang.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001

金山办公

办公软件稀有标的，受益国产化进程加速

公司是国内应用软件中的核心资产，产品系列丰富，并拓展公有云和互联网商业模式，收费粘性增强。增长空间方面：国内个人用户增长空间犹存，政府类客户空间弹性可达5倍。在信创政策带动下，高成长叠加稀缺性，配置价值显著。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **国内办公应用软件核心资产。**公司出自“金山系”，是国产办公软件龙头，旗下包括WPS Office办公软件和金山词霸等系列产品。客户基数广泛，用户粘性极强，2019年3月主要产品MAU超过3.3亿，WPS Office移动版覆盖全球超220个国家和地区。基于近期加强产权保护和竞品性价比综合判断，未来公司产品在个人用户端市占率有望继续提升，且可以联动提供“金山云”等增值服务。
- **信创政策有望拉高政府客户收入弹性。**公司自主研发的WPS Office Linux版本已经全面支持国产整机平台（龙芯、飞腾、兆芯、申威等芯片）和国产操作系统，目前政府行业仅覆盖400多市县级政府，按照信创政策，未来政府类客户收入空间弹性可达5倍以上，并顺利切入国企等行业客户。
- **会员制实为云化模式，互联网模式为降维攻击。**公司针对个人用户已创新发展为会员制，通过公有云模式拓展云收入。针对企业用户可联合办公合作伙伴厂商，由单一的办公软件提供商转变为互联网办公场景服务商，创新的互联网模式在业内为降维攻击，看好收入持续性和毛利率提升可能。

估值

- 预计公司2019-2021年净利润分别为3.7亿、6.1亿和9.5亿，EPS分别为1.04元、1.69元和2.63元，对应估值分别为160倍、98倍和63倍。公司具备极强的国产办公核心软件稀缺性，研发投入高，“云+互联网+服务”在行业内领先，信创大背景下，估值弹性和可以赋予的溢价程度很高。首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 产品迭代不及预期；政府行业竞争加剧；互联网产品转化不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	753	1,130	1,681	2,533	3,750
变动(%)	39	50	49	51	48
净利润(人民币 百万)	480	311	373	609	947
全面摊薄每股收益(人民币)	0.595	0.863	1.037	1.691	2.631
变动(%)	65.0	44.9	20.2	63.1	55.6
全面摊薄市盈率(倍)	287.7	198.5	165.2	101.3	65.1
价格/每股现金流量(倍)	177.8	147.5	405.6	73.7	143.3
每股现金流量(人民币)	0.96	1.16	0.42	2.32	1.20
企业价值/息税折旧前利润(倍)	183.0	317.2	234.2	134.4	84.0
每股股息(人民币)	0.000	0.076	0.046	0.112	0.146
股息率(%)	n.a.	0.0	0.0	0.1	0.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	753	1,130	1,681	2,533	3,750
销售成本	(98)	(161)	(243)	(329)	(455)
经营费用	(225)	(720)	(1,102)	(1,624)	(2,372)
息税折旧前利润	431	248	336	579	923
折旧及摊销	(11)	(17)	(21)	(32)	(42)
经营利润(息税前利润)	419	232	315	547	881
净利息收入/(费用)	2	2	3	7	13
其他收益/(损失)	61	88	64	68	74
税前利润	482	322	382	622	968
所得税	(2)	(11)	(8)	(13)	(21)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	480	311	373	609	947
核心净利润	480	310	373	609	947
每股收益(人民币)	0.595	0.863	1.037	1.691	2.631
核心每股收益(人民币)	1.334	0.861	1.036	1.691	2.631
每股股息(人民币)	0.000	0.076	0.046	0.112	0.146
收入增长(%)	39	50	49	51	48
息税前利润增长(%)	43	(45)	36	74	61
息税折旧前利润增长(%)	40	(42)	35	72	59
每股收益增长(%)	65	45	20	63	56
核心每股收益增长(%)	40	(35)	20	63	56

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	482	322	382	622	968
折旧与摊销	11	17	21	32	42
净利息费用	(2)	(2)	(3)	(7)	(13)
运营资本变动	101	122	(286)	276	(520)
税金	(268)	(11)	(8)	(13)	(21)
其他经营现金流	23	(29)	46	(73)	(26)
经营活动产生的现金流	347	418	152	837	430
购买固定资产净值	(3)	4	24	28	26
投资减少/增加	15	37	24	30	34
其他投资现金流	(489)	(258)	(47)	(56)	(52)
投资活动产生的现金流	(477)	(218)	0	1	9
净增权益	0	(28)	(17)	(40)	(52)
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	28	17	40	52
其他融资现金流	(16)	(184)	(18)	(33)	(39)
融资活动产生的现金流	(16)	(184)	(18)	(33)	(39)
现金变动	(146)	16	134	805	400
期初现金	315	166	187	321	1,126
公司自由现金流	(130)	200	152	838	439
权益自由现金流	(132)	198	150	831	425

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	166	187	321	1,126	1,526
应收帐款	191	247	488	558	1,037
库存	1	1	3	2	6
其他流动资产	4	6	21	7	36
流动资产总计	1,211	1,490	1,782	2,692	3,580
固定资产	24	53	63	66	61
无形资产	14	18	14	11	7
其他长期资产	19	47	44	54	60
长期资产总计	57	118	120	131	127
总资产	1,279	1,627	1,919	2,836	3,711
应付帐款	37	70	81	128	155
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	196	354	286	585	540
流动负债总计	232	424	367	714	695
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	8	16	12	14	13
股本	360	360	360	360	360
储备	680	823	1,180	1,748	2,643
股东权益	1,040	1,183	1,540	2,108	3,003
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,279	1,627	1,919	2,836	3,711
每股帐面价值(人民币)	2.89	3.29	4.28	5.86	8.34
每股有形资产(人民币)	2.85	3.24	4.24	5.83	8.32
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	(0.52)	(0.89)	(3.13)	(4.24)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	57.2	22.0	20.0	22.9	24.6
息税前利润率(%)	55.6	20.5	18.7	21.6	23.5
税前利润率(%)	64.0	28.5	22.7	24.6	25.8
净利率(%)	63.8	27.5	22.2	24.0	25.3
流动性					
流动比率(倍)	5.2	3.5	4.9	3.8	5.1
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.2	3.5	4.8	3.8	5.1
估值					
市盈率(倍)	287.7	198.5	165.2	101.3	65.1
核心业务市盈率(倍)	128.4	198.9	165.3	101.3	65.1
市净率(倍)	59.3	52.1	40.0	29.2	20.5
价格/现金流(倍)	177.8	147.5	405.6	73.7	143.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	183.0	317.2	234.2	134.4	84.0
周转率					
存货周转天数	4.3	2.3	3.3	2.8	3.0
应收帐款周转天数	88.9	70.8	79.9	75.4	77.6
应付帐款周转天数	13.5	17.2	16.4	15.1	13.8
回报率					
股息支付率(%)	0.0	8.9	4.4	6.6	5.5
净资产收益率(%)	51.9	27.9	27.4	33.4	37.1
资产收益率(%)	37.6	15.4	17.4	22.5	26.3
已运用资本收益率(%)	5.8	7.0	6.9	8.3	9.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



300369.SZ

增持

市场价格：人民币 18.95

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	117.4	(1.0)	5.9	122.4
相对深证成指	73.4	(7.0)	0.4	85.7

发行股数(百万)	798
流通股(%)	91
总市值(人民币 百万)	15,124
3个月日均交易额(人民币 百万)	141
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
沈继业	10

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321
sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

孙业亮

(8610)66229041
yeliang.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519080001

绿盟科技

中电科加持，踏上安全“国家队”新征程

公司身处国内信息安全第一梯队，运营商等领域优势明显。中电科加持下成为“国家队”，大政府类客户拓展策略验证成功。在产品服务双强化的基础上，内生经营质量成色更加纯正。等保 2.0 实施后市场空间或快速扩容，行业领跑者成长空间将翻倍。首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

- 化身信息安全“国家队”，行业拓展如鱼得水。通过自 2018 年以来股权结构优化，中电科持股 15.5% 成为第一大股东。在国资背景加持下，公司将继续巩固在政府和国企的市场基础。2019H1 电信运营商、能源、政府行业是收入增速均超过 20%，得到有效验证，看好 2019H2 业务势头持续。
- 研发支出占比续增，产品服务得到强化。公司 2016-2018 三年研发支出占营收比分别为 21.2%/23.1%/23.6%，提升较为明显，促使安全产品（含抗 DDoS、IDS、漏洞扫描）链条得到丰富，安全服务营收增长较快，2019H1 安全产品/安全服务营收分别增长 25.6%/30.4%。在管理层凝心聚力的基础上，经营质量渐入佳境。
- 行业赛道扩容明显，弹性空间可达 2 倍。2019 年 12 月等保 2.0 标准正式实施，严格等保将成为普遍需求，经过我们前期测算，行业或迎来 2 倍（400-600 亿）新增空间，公司 2020 年高成长可期，细分行业市占率有望继续提升。

估值

- 预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.5 亿、3.6 亿和 4.8 亿，EPS 分别为 0.32 元、0.45 元和 0.60 元，对应估值分别为 60、42 和 32 倍。内部股权理顺叠加经营策略先验成功，前期基础成为后期增长的护城河。行业高成长下背景下龙头可享高估值。首次覆盖给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 研发转化不及预期；政策推动的投入产生波动；安全服务细分行业竞争加剧。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	1,255	1,345	1,823	2,525	3,331
变动(%)	15	7	36	38	32
净利润(人民币 百万)	152	168	253	359	478
全面摊薄每股收益(人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.599
变动(%)	(67.7)	10.3	50.8	41.7	33.2
全面摊薄市盈率(倍)	99.3	90.0	59.7	42.1	31.6
价格/每股现金流量(倍)	199.3	176.9	36.0	(44.4)	27.5
每股现金流量(人民币)	0.10	0.11	0.53	(0.43)	0.69
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.9	89.9	52.2	33.8	23.3
每股股息(人民币)	0.060	0.034	0.076	0.091	0.132
股息率(%)	0.3	0.2	0.4	0.5	0.7

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	1,255	1,345	1,823	2,525	3,331
销售成本	(376)	(326)	(459)	(632)	(829)
经营费用	(776)	(862)	(1,103)	(1,475)	(1,911)
息税折旧前利润	103	157	262	418	591
折旧及摊销	(69)	(88)	(103)	(115)	(126)
经营利润 (息税前利润)	34	69	159	303	465
净利息收入/(费用)	(2)	(5)	(6)	(31)	(64)
其他收益/(损失)	150	122	129	126	130
税前利润	183	186	281	398	531
所得税	(30)	(19)	(28)	(40)	(53)
少数股东权益	0	(1)	(0)	(1)	(1)
净利润	152	168	253	359	478
核心净利润	153	168	254	359	479
每股收益 (人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.599
核心每股收益 (人民币)	0.191	0.211	0.318	0.450	0.600
每股股息 (人民币)	0.060	0.034	0.076	0.091	0.132
收入增长(%)	15	7	36	38	32
息税前利润增长(%)	(78)	102	130	91	54
息税折旧前利润增长(%)	(50)	52	67	60	41
每股收益增长(%)	(68)	10	51	42	33
核心每股收益增长(%)	(69)	10	51	42	33

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	183	186	281	398	531
折旧与摊销	69	88	103	115	126
净利息费用	2	5	6	31	64
运营资本变动	(114)	(165)	(100)	(677)	(124)
税金	(30)	(19)	(28)	(40)	(53)
其他经营现金流	(35)	(10)	157	(168)	6
经营活动产生的现金流	76	85	420	(340)	550
购买固定资产净值	47	47	48	49	49
投资减少/增加	39	42	33	38	37
其他投资现金流	(188)	(599)	(97)	(99)	(98)
投资活动产生的现金流	(102)	(510)	(16)	(12)	(12)
净增权益	(48)	(28)	(61)	(72)	(106)
净增债务	55	11	(15)	1,097	369
支付股息	48	28	61	72	106
其他融资现金流	601	(98)	49	(103)	(170)
融资活动产生的现金流	657	(87)	33	994	199
现金变动	631	(511)	437	642	737
期初现金	948	1,740	1,230	1,667	2,309
公司自由现金流	(26)	(424)	404	(352)	538
权益自由现金流	31	(408)	395	775	971

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,740	1,230	1,667	2,309	3,045
应收帐款	1,046	1,136	1,734	2,301	2,983
库存	44	40	61	89	100
其他流动资产	14	20	23	39	40
流动资产总计	2,851	2,855	3,704	5,063	6,440
固定资产	116	119	85	52	17
无形资产	175	221	203	172	130
其他长期资产	23	25	21	20	19
长期资产总计	314	365	309	244	166
总资产	3,761	3,832	4,623	5,914	7,212
应付帐款	156	113	234	267	374
短期债务	227	238	213	1,012	1,321
其他流动负债	485	350	726	601	1,051
流动负债总计	868	702	1,173	1,880	2,746
长期借款	0	0	10	308	368
其他长期负债	27	22	25	23	24
股本	798	798	798	798	798
储备	2,325	2,426	2,619	2,906	3,278
股东权益	3,123	3,224	3,417	3,704	4,077
少数股东权益	0	(1)	(1)	(2)	(2)
总负债及权益	3,761	3,832	4,623	5,914	7,212
每股帐面价值 (人民币)	3.91	4.04	4.28	4.64	5.11
每股有形资产 (人民币)	3.69	3.76	4.03	4.42	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.90)	(1.24)	(1.81)	(1.24)	(1.70)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	8.2	11.7	14.4	16.6	17.7
息税前利润率(%)	2.7	5.1	8.7	12.0	14.0
税前利润率(%)	14.5	13.8	15.4	15.8	15.9
净利率(%)	12.1	12.5	13.9	14.2	14.4
流动性					
流动比率(倍)	3.3	4.1	3.2	2.7	2.3
利息覆盖率(倍)	18.0	14.6	25.8	9.9	7.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	4.0	3.1	2.6	2.3
估值					
市盈率(倍)	99.3	90.0	59.7	42.1	31.6
核心业务市盈率(倍)	99.1	90.0	59.7	42.1	31.6
市净率(倍)	4.8	4.7	4.4	4.1	3.7
价格/现金流(倍)	199.3	176.9	36.0	(44.4)	27.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	131.9	89.9	52.2	33.8	23.3
周转率					
存货周转天数	33.8	46.7	40.1	43.4	41.7
应收帐款周转天数	278.6	296.0	287.3	291.7	289.5
应付帐款周转天数	37.8	36.6	34.7	36.2	35.1
回报率					
股息支付率(%)	31.6	16.4	24.0	20.2	22.1
净资产收益率(%)	5.8	5.3	7.6	10.1	12.3
资产收益率(%)	0.9	1.6	3.4	5.2	6.4
已运用资本收益率(%)	1.3	1.2	1.8	2.1	2.2

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002212.SZ

买入

市场价格：人民币 20.04

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	81.5	19.1	14.8	74.4
相对深证成指	37.5	13.1	9.3	37.7

发行股数(百万)	1158
流通股(%)	77
总市值(人民币 百万)	23,216
3个月日均交易额(人民币 百万)	159
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
郑钟南	18

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

南洋股份

剥离非安全业务，股权与业务全面向好

南洋股份传统业务是电缆产品，2016年与网络安全领军企业天融信实现重组。12月16日，公司公告拟将原电缆业务所涉全部资产及相关权益和负债，出售给公司控股股东郑钟南先生或其指定的关联方。聚焦安全主业，国资入股，与腾讯合作，订单情况良好，首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **网络安全领军，防火墙市场第一。**根据 IDC 数据，天融信连续 19 年位居中国网络安全防火墙市场第一，并在安全硬件、整体网络安全市场处于领导地位。安全市场面临等保 2.0、密码法等政策利好带动，行业增速有望登上新的台阶。此次公告表明公司将聚焦安全主业，有助于提升整体运营效率，兑现股权激励目标。
- **电科网信入股，与腾讯签订合作协议，发展前景大好。**11月17日晚，公司公告控股股东郑钟南、持股 5%以上股东明泰资本拟将所持总股本 5.0%转让给中电科(天津)网络信息科技合伙企业(有限合伙)(简称“电科网信”)，中电科入股是公司具备国资背景，更有利于开展政府业务，同时有望借助中电科全产业链 IT 产品进入更多客户领域。18日晚，公司公告天融信与腾讯云签订合作协议，建立深度战略合作关系，推进双方在云服务及网络安全领域产品方案融合、市场拓展。
- **在手订单高增长，业绩向好确定性高。**通过招标网订单金额统计，2019年前三季度同比增长超 90%，同时订单平均金额明显增加。表明公司在手订单充足，并且向集成等体量大的项目拓展，为高速发展打好基础。

估值

- 假设 2020 年实施电缆业务剥离，预计公司 2019-2021 年净利润分别为 4.5 亿、6.2 亿和 8.5 亿，EPS 分别为 0.39 元、0.53 元和 0.73 元，对应估值分别为 52 倍、38 倍和 27 倍。公司业务聚焦后有利于估值向水平较高的网络安全看齐，同时国资背景和腾讯助力为业绩提供催化，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 业务剥离进展低于预期；毛利率下滑明显。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,133	6,300	6,999	4,185	5,466
变动(%)	79	23	11	(40)	31
净利润(人民币 百万)	425	485	451	616	848
全面摊薄每股收益(人民币)	0.367	0.419	0.389	0.532	0.732
变动(%)	384.7	14.2	(7.2)	36.8	37.5
全面摊薄市盈率(倍)	54.6	47.8	51.5	37.7	27.4
价格/每股现金流量(倍)	179.9	46.8	20.7	15.7	(46.3)
每股现金流量(人民币)	0.11	0.43	0.97	1.27	(0.43)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.5	37.0	41.3	24.8	19.9
每股股息(人民币)	0.040	0.024	0.032	0.037	0.056
股息率(%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,133	6,300	6,999	4,185	5,466
销售成本	(3,896)	(4,783)	(4,831)	(1,791)	(2,415)
经营费用	(767)	(896)	(1,640)	(1,567)	(1,990)
息税折旧前利润	471	622	528	827	1,060
折旧及摊销	(102)	(115)	(130)	(137)	(145)
经营利润(息税前利润)	369	506	398	690	916
净利息收入/(费用)	(38)	(66)	(4)	(100)	(60)
其他收益/(损失)	158	137	140	138	144
税前利润	488	577	533	728	1,000
所得税	(62)	(90)	(81)	(109)	(149)
少数股东权益	1	2	1	2	3
净利润	425	485	451	616	848
核心净利润	426	486	451	617	849
每股收益(人民币)	0.367	0.419	0.389	0.532	0.732
核心每股收益(人民币)	0.368	0.419	0.390	0.533	0.732
每股股息(人民币)	0.040	0.024	0.032	0.037	0.056
收入增长(%)	79	23	11	(40)	31
息税前利润增长(%)	392	37	(21)	74	33
息税折旧前利润增长(%)	258	32	(15)	57	28
每股收益增长(%)	385	14	(7)	37	38
核心每股收益增长(%)	370	14	(7)	37	37

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	488	577	533	728	1,000
折旧与摊销	102	115	130	137	145
净利息费用	38	66	4	100	60
运营资本变动	(226)	(156)	957	223	(1,818)
税金	(61)	(88)	(81)	(109)	(149)
其他经营现金流	(213)	(19)	(424)	397	262
经营活动产生的现金流	129	496	1,120	1,475	(501)
购买固定资产净值	23	111	49	67	58
投资减少/增加	(105)	(426)	24	16	20
其他投资现金流	(2,935)	467	(97)	(134)	(116)
投资活动产生的现金流	(3,017)	152	(25)	(51)	(38)
净增权益	(46)	(28)	(37)	(43)	(64)
净增债务	45	610	(692)	0	0
支付股息	46	28	37	43	64
其他融资现金流	2,035	(924)	174	(143)	(124)
融资活动产生的现金流	2,080	(314)	(518)	(143)	(124)
现金变动	(807)	334	577	1,281	(664)
期初现金	1,289	489	870	1,447	2,728
公司自由现金流	(2,888)	648	1,095	1,424	(539)
权益自由现金流	(2,804)	1,324	407	1,524	(479)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	489	870	1,447	2,728	2,065
应收帐款	1,379	1,499	1,851	84	2,458
库存	763	823	794	593	209
其他流动资产	65	90	34	18	48
流动资产总计	3,620	3,380	4,632	3,725	5,184
固定资产	672	647	559	471	386
无形资产	327	438	444	462	459
其他长期资产	272	679	904	1,155	1,459
长期资产总计	1,270	1,763	1,907	2,087	2,304
总资产	9,625	9,947	11,132	10,148	11,523
应付帐款	206	309	235	18	239
短期债务	74	684	0	0	0
其他流动负债	597	606	1,929	581	952
流动负债总计	877	1,600	2,164	599	1,191
长期借款	655	56	56	56	56
其他长期负债	59	79	69	74	71
股本	1,158	1,158	1,158	1,158	1,158
储备	6,826	7,262	7,676	8,249	9,033
股东权益	7,985	8,421	8,834	9,408	10,191
少数股东权益	6	8	9	11	14
总负债及权益	9,625	9,947	11,132	10,148	11,523
每股帐面价值(人民币)	6.89	7.27	7.63	8.12	8.80
每股有形资产(人民币)	6.61	6.89	7.24	7.72	8.40
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.35)	(0.16)	(1.25)	(2.36)	(1.78)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.2	9.9	7.5	19.8	19.4
息税前利润率(%)	7.2	8.0	5.7	16.5	16.8
税前利润率(%)	9.5	9.2	7.6	17.4	18.3
净利率(%)	8.3	7.7	6.4	14.7	15.5
流动性					
流动比率(倍)	4.1	2.1	2.1	6.2	4.4
利息覆盖率(倍)	9.6	7.6	91.2	6.9	15.3
净权益负债率(%)	3.0	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.3	1.6	1.8	5.2	4.2
估值					
市盈率(倍)	54.6	47.8	51.5	37.7	27.4
核心业务市盈率(倍)	54.5	47.8	51.4	37.6	27.4
市净率(倍)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
价格/现金流(倍)	179.9	46.8	20.7	15.7	(46.3)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	48.5	37.0	41.3	24.8	19.9
周转率					
存货周转天数	61.7	60.5	61.1	141.4	60.6
应收帐款周转天数	87.4	83.4	87.4	84.4	84.9
应付帐款周转天数	12.2	14.9	14.2	11.1	8.6
回报率					
股息支付率(%)	10.8	5.7	8.2	6.9	7.6
净资产收益率(%)	6.3	5.9	5.2	6.8	8.7
资产收益率(%)	3.5	4.4	3.2	5.5	7.2
已运用资本收益率(%)	1.4	1.4	1.2	1.7	2.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002609.SZ

买入

市场价格：人民币 8.82

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	61.4	6.3	(10.9)	50.8
相对深证成指	17.4	0.3	(16.5)	14.1

发行股数(百万)	645
流通股(%)	57
总市值(人民币 百万)	5,692
3个月日均交易额(人民币 百万)	50
净负债比率(2019E)	净现金
主要股东(%)	
唐健	28

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

捷顺科技

云托管模式创新，智慧停车或迎政策红利

公司是智慧停车领域领军企业，专注和深挖停车场信息化业务。在行业格局好转使公司整体业务增长良好，并在运营领域推出云坐席、云托管等创新模式，市场开拓顺利。预计2020年政策将进一步推动智慧停车产业发展，公司将显著受益。首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **智慧停车领域行业标杆企业，行业竞争格局好转。**公司一直专注在智慧停车领域。受投融资力度下降、免费送设备模式难以为继影响，互联网停车企业的大规模退出。借助行业格局好转机会，公司陆续推出了分期付款、综合服务和运营等业务模式，领先地位进一步巩固。2019年前三季度实现收入6.7亿(+33%)、净利润7,000万(+41%)，增速创2017年以来新高。
- **云坐席模式受欢迎，SaaS+运营业务成新增长点。**公司推出云坐席模式的智慧停车场服务，物业将部分车道放在公司的远程托管平台上，通过AI等技术实现自动化管理，能够大幅减少人力成本。自第二季度开始推广至今，目前已签订数百个项目。
- **智慧交通带动智慧停车或成下一施政方向。**多地推出城市停车政策，是公司新业务方向。截至10月，公司已落地超过10个城市；2019年内相继中标了湖南常德、山东临沂、河北承德、广东惠州四个城市级项目，其中广东惠州项目中标金额1.27亿。12月10-12日举行的中央经济工作会议中提到，要加强市政管网、城市停车场、冷链物流等建设，加快农村公路、信息、水利等设施建设。智慧交通建设带动下，停车信息化政策红利逐渐显现。

估值

- 预计公司2019-2021年净利润分别为1.5亿、2.1亿和2.8亿，EPS分别为0.23元、0.32元和0.44元，对应估值分别为39倍、28倍和20倍。公司具备停车场信息化多年积累，行业格局好转，SaaS服务提升业务持续性，目前处于低估位置，首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- SaaS新业务拓展不及预期；市场竞争加剧。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	950	904	1,273	1,752	2,369
变动(%)	21	(5)	41	38	35
净利润(人民币 百万)	209	95	147	205	281
全面摊薄每股收益(人民币)	0.324	0.147	0.228	0.317	0.436
变动(%)	18.3	(54.7)	55.3	39.4	37.3
全面摊薄市盈率(倍)	27.3	60.2	38.8	27.8	20.2
价格/每股现金流量(倍)	176.2	(374.6)	35.3	(50.7)	16.6
每股现金流量(人民币)	0.05	(0.02)	0.25	(0.17)	0.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	80.0	31.1	20.8	13.4
每股股息(人民币)	0.123	0.043	0.076	0.099	0.141
股息率(%)	1.4	0.5	0.9	1.1	1.6

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	950	904	1,273	1,752	2,369
销售成本	(492)	(528)	(726)	(982)	(1,294)
经营费用	(266)	(319)	(410)	(556)	(756)
息税折旧前利润	191	57	137	215	319
折旧及摊销	(30)	(32)	(45)	(53)	(58)
经营利润 (息税前利润)	161	25	91	161	261
净利息收入/(费用)	45	42	41	34	22
其他收益/(损失)	28	41	34	37	35
税前利润	234	107	167	232	319
所得税	(23)	(11)	(17)	(23)	(32)
少数股东权益	2	2	3	4	6
净利润	209	95	147	205	281
核心净利润	209	95	147	205	282
每股收益 (人民币)	0.324	0.147	0.228	0.317	0.436
核心每股收益 (人民币)	0.324	0.148	0.228	0.318	0.436
每股股息 (人民币)	0.123	0.043	0.076	0.099	0.141
收入增长(%)	21	(5)	41	38	35
息税前利润增长(%)	(9)	(85)	269	77	62
息税折旧前利润增长(%)	(6)	(70)	140	57	49
每股收益增长(%)	18	(55)	55	39	37
核心每股收益增长(%)	16	(54)	55	39	37

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	234	107	167	232	319
折旧与摊销	30	32	45	53	58
净利息费用	(45)	(42)	(41)	(34)	(22)
运营资本变动	(238)	(158)	46	(293)	138
税金	(21)	(9)	(17)	(23)	(32)
其他经营现金流	72	54	(39)	(48)	(117)
经营活动产生的现金流	32	(15)	161	(112)	344
购买固定资产净值	33	40	74	89	81
投资减少/增加	1	(8)	(2)	(2)	(2)
其他投资现金流	712	(155)	(148)	(178)	(163)
投资活动产生的现金流	745	(123)	(76)	(91)	(83)
净增权益	(80)	(28)	(49)	(64)	(91)
净增债务	(10)	127	144	892	658
支付股息	80	28	49	64	91
其他融资现金流	(64)	(365)	278	(30)	(69)
融资活动产生的现金流	(74)	(238)	422	862	588
现金变动	703	(375)	508	659	849
期初现金	917	1,616	1,243	1,751	2,410
公司自由现金流	777	(138)	86	(203)	261
权益自由现金流	722	(52)	189	655	897

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,616	1,243	1,751	2,410	3,259
应收帐款	325	420	435	874	805
库存	114	123	215	234	362
其他流动资产	8	10	11	19	20
流动资产总计	2,068	1,802	2,421	3,545	4,454
固定资产	141	205	224	250	265
无形资产	305	345	360	376	388
其他长期资产	70	159	125	148	144
长期资产总计	516	708	710	774	796
总资产	2,631	2,558	3,169	4,351	5,278
应付帐款	122	140	196	274	336
短期债务	0	100	174	807	1,289
其他流动负债	186	257	202	280	287
流动负债总计	308	496	572	1,362	1,911
长期借款	0	0	127	385	562
其他长期负债	54	11	33	22	27
股本	645	645	645	645	645
储备	1,662	1,621	1,718	1,859	2,049
股东权益	2,308	2,266	2,364	2,504	2,694
少数股东权益	9	71	74	78	84
总负债及权益	2,631	2,558	3,169	4,351	5,278
每股帐面价值 (人民币)	3.58	3.51	3.66	3.88	4.17
每股有形资产 (人民币)	3.10	2.98	3.10	3.30	3.57
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.50)	(1.77)	(2.25)	(1.89)	(2.18)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	20.2	6.3	10.7	12.3	13.5
息税前利润率(%)	17.0	2.7	7.2	9.2	11.0
税前利润率(%)	24.7	11.9	13.1	13.2	13.5
净利率(%)	22.0	10.5	11.5	11.7	11.9
流动性					
流动比率(倍)	6.7	3.6	4.2	2.6	2.3
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	6.3	3.4	3.9	2.4	2.1
估值					
市盈率(倍)	27.3	60.2	38.8	27.8	20.2
核心业务市盈率(倍)	27.2	59.8	38.6	27.7	20.2
市净率(倍)	2.5	2.5	2.4	2.3	2.1
价格/现金流(倍)	176.2	(374.6)	35.3	(50.7)	16.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.3	80.0	31.1	20.8	13.4
周转率					
存货周转天数	87.2	81.8	84.8	83.3	84.0
应收帐款周转天数	94.1	150.5	122.7	136.4	129.3
应付帐款周转天数	40.5	52.8	48.2	49.0	47.0
回报率					
股息支付率(%)	38.1	29.1	33.6	31.3	32.5
净资产收益率(%)	9.3	4.1	6.3	8.4	10.8
资产收益率(%)	5.7	0.9	2.9	3.9	4.9
已运用资本收益率(%)	2.3	1.0	1.4	1.6	1.7

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



002230.SZ

增持

市场价格：人民币 33.80

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	35.4	2.1	1.6	38.0
相对深证成指	(8.6)	(3.8)	(3.9)	1.3

发行股数(百万)	2,199
流通股(%)	84
总市值(人民币 百万)	74,312
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,072
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中国移动通信有限公司	12

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

科大讯飞

人工智能 2.0 时代业绩稳步释放

科大讯飞作为中国人工智能的龙头，是首批 4 家人工智能开放创新平台之一，拥有核心技术优势，在教育、政法、消费者等垂直领域构建技术壁垒。明确商业化赛道后，公司 AI 战略进入 2.0 时代，2019 年开始进入价值兑现元年，业绩释放加速。首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **公司全面进入 AI 2.0 时代，战略和业务聚焦，深耕关键赛道。**科大讯飞在 AI 1.0 时代用户数和收入毛利快速增加；进入 AI 2.0 时代，主动聚焦重点赛道，教育、政法、消费者等业务是未来数年的核心成长动力，医疗业务或有望成为新看点。AI 1.0 时代探索多条赛道挤占了部分税后利润，业务聚焦后，税后利润将同步兑现，2019 前三季度归母净利润同比增长 70.5%，扣非后增长 183.5%，显著高于营收增幅，体现业绩兑现期特征。
- **教育赛道领先优势明显，B+C 端协同推进。**教育信息化 2.0 强调应用落地，公司已经搭建平台+智校+智考模式，实现优质客户覆盖和数据闭环，AI+教育产品已经覆盖全国超过 2.5 万所学校，深度用户超过 1,500 万。智学网复购率超过 70%，潜在市场空间 150 亿元以上。
- **政法业务形成规模，医疗和消费者业务初见成效。**智慧庭审业务+人工智能判案系统渗透率提高，2018 年公司政法业务实现营收 10.4 亿元，同比增长 143.7%，营收占比达到 13.1%。智医助理在 1,000 多家基层医疗卫生机构落地，累计服务近 500 万人次。公司在消费者领域营收增长率连续 5 年超过 50%，围绕办公场景陆续推出讯飞听见会议系统、讯飞转写机、听见 M1、录音笔、智能办公本等语音转写系列产品，产品销售额 2019 年 6.18 节在京东、天猫等平台摘得五大品类六个第一。

估值

- 预计 2019~2021 年净利润分别为 8.1、12.7 和 17.2 亿，对应 EPS 分别为 0.37 元、0.58 元和 0.78 元，对应 PE 为 91 倍、59 倍和 43 倍。公司享受技术领先性溢价，在智慧教育领域有较深壁垒，快速增长的消费者业务为 C 端广阔空间提供抓手，业绩释放能快速消化估值，首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 教育投入不及预期；研发成本控制不力；技术研发不及预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	5,445	7,917	10,931	15,162	19,727
变动(%)	64	45	38	39	30
净利润(人民币 百万)	435	542	814	1,266	1,724
全面摊薄每股收益(人民币)	0.198	0.247	0.370	0.576	0.784
变动(%)	(46.3)	24.7	50.2	55.5	36.2
全面摊薄市盈率(倍)	171.0	137.1	91.3	58.7	43.1
价格/每股现金流量(倍)	204.9	64.7	98.0	34.1	40.4
每股现金流量(人民币)	0.16	0.52	0.34	0.99	0.84
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.9	91.9	52.7	34.4	25.3
每股股息(人民币)	0.063	0.013	0.069	0.068	0.119
股息率(%)	0.2	0.0	0.2	0.2	0.4

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	5,445	7,917	10,931	15,162	19,727
销售成本	(2,690)	(4,038)	(5,537)	(7,535)	(9,743)
经营费用	(1,998)	(3,084)	(4,026)	(5,562)	(7,209)
息税折旧前利润	757	794	1,368	2,065	2,776
折旧及摊销	(400)	(611)	(826)	(1,013)	(1,184)
经营利润(息税前利润)	357	183	542	1,052	1,591
净利息收入/(费用)	26	17	29	57	79
其他收益/(损失)	194	459	400	412	392
税前利润	577	659	971	1,521	2,063
所得税	(98)	(41)	(58)	(91)	(122)
少数股东权益	45	76	98	165	217
净利润	435	542	814	1,266	1,724
核心净利润	441	544	819	1,269	1,727
每股收益(人民币)	0.198	0.247	0.370	0.576	0.784
核心每股收益(人民币)	0.201	0.247	0.372	0.577	0.786
每股股息(人民币)	0.063	0.013	0.069	0.068	0.119
收入增长(%)	64	45	38	39	30
息税前利润增长(%)	75	(49)	196	94	51
息税折旧前利润增长(%)	45	5	72	51	34
每股收益增长(%)	(46)	25	50	56	36
核心每股收益增长(%)	(48)	23	51	55	36

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	577	659	971	1,521	2,063
折旧与摊销	400	611	826	1,013	1,184
净利息费用	(26)	(17)	(29)	(57)	(79)
运营资本变动	(247)	41	408	(161)	138
税金	(53)	35	(58)	(91)	(122)
其他经营现金流	(288)	(181)	(1,359)	(49)	(1,346)
经营活动产生的现金流	363	1,148	758	2,176	1,838
购买固定资产净值	329	560	874	987	930
投资减少/增加	24	13	90	71	79
其他投资现金流	(1,854)	(2,492)	(1,747)	(1,974)	(1,861)
投资活动产生的现金流	(1,500)	(1,920)	(784)	(916)	(852)
净增权益	(139)	(28)	(151)	(149)	(261)
净增债务	205	312	(85)	115	581
支付股息	139	28	151	149	261
其他融资现金流	1,052	41	1,024	(92)	(182)
融资活动产生的现金流	1,257	354	939	23	398
现金变动	120	(418)	914	1,283	1,385
期初现金	2,540	2,644	2,401	3,315	4,598
公司自由现金流	(1,137)	(772)	(26)	1,260	986
权益自由现金流	(958)	(476)	(139)	1,318	1,488

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,644	2,401	3,315	4,598	5,983
应收帐款	2,965	3,934	5,924	7,518	10,122
库存	890	1,040	1,828	1,932	3,022
其他流动资产	41	25	119	41	189
流动资产总计	7,243	7,762	11,719	14,538	19,807
固定资产	1,648	2,189	2,352	2,500	2,558
无形资产	1,691	2,251	2,191	2,096	1,882
其他长期资产	1,202	1,402	1,380	1,459	1,492
长期资产总计	4,542	5,843	5,923	6,055	5,933
总资产	13,340	15,303	19,300	22,211	27,282
应付帐款	1,353	2,163	2,804	3,962	4,580
短期债务	421	717	460	568	1,029
其他流动负债	2,722	2,933	4,597	4,833	7,086
流动负债总计	4,495	5,813	7,861	9,363	12,695
长期借款	461	367	649	656	775
其他长期负债	432	911	672	791	731
股本	2,199	2,199	2,199	2,199	2,199
储备	7,181	6,918	7,582	8,698	10,161
股东权益	9,380	9,117	9,780	10,897	12,359
少数股东权益	235	241	339	504	721
总负债及权益	13,340	15,303	19,300	22,211	27,282
每股帐面价值(人民币)	4.27	4.15	4.45	4.96	5.62
每股有形资产(人民币)	3.50	3.12	3.45	4.00	4.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.80)	(0.60)	(1.00)	(1.53)	(1.90)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.9	10.0	12.5	13.6	14.1
息税前利润率(%)	6.6	2.3	5.0	6.9	8.1
税前利润率(%)	10.6	8.3	8.9	10.0	10.5
净利率(%)	8.0	6.8	7.4	8.3	8.7
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.3	1.5	1.6	1.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.2	1.3	1.3	1.3
估值					
市盈率(倍)	171.0	137.1	91.3	58.7	43.1
核心业务市盈率(倍)	168.5	136.6	90.8	58.6	43.0
市净率(倍)	7.9	8.1	7.6	6.8	6.0
价格/现金流(倍)	204.9	64.7	98.0	34.1	40.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	95.9	91.9	52.7	34.4	25.3
周转率					
存货周转天数	101.4	87.2	94.5	91.1	92.8
应收帐款周转天数	170.2	159.0	164.6	161.8	163.2
应付帐款周转天数	76.0	81.0	82.9	81.4	79.0
回报率					
股息支付率(%)	31.9	5.1	18.5	11.8	15.1
净资产收益率(%)	5.3	5.9	8.6	12.2	14.8
资产收益率(%)	2.5	1.2	2.9	4.8	6.1
已运用资本收益率(%)	1.2	1.3	1.9	2.7	3.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测



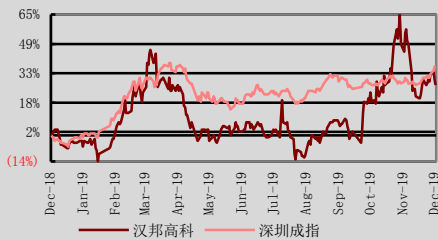
300449.SZ

增持

市场价格：人民币 11.43

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	37.2	(12.2)	21.0	27.0
相对深证成指	(6.8)	(18.2)	15.4	(9.7)

发行股数(百万)	303
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	3,461
3个月日均交易额(人民币 百万)	199
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
王立群	20

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年12月19日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

计算机

杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

汉邦高科

知识产权行业趋势或催生业务拐点降临

汉邦高科是安防和广电监测领域传统领先企业，旗下金石威视是国内数字水印少数有行业竞争力的公司。2018年受安防行业宏观因素影响业绩承压，但随着知识产权系统建设需求临近、广电系统加大知识产权和自主可控布局，公司业务拐点有望出现。首次覆盖给予增持评级。

支撑评级的要点

- 金石威视是国内少数自主研发的数字水印技术厂商。数字水印将版权信息隐藏在图片中实现知识产权的管理、鉴权和维护，是实用性最强的知识产权保护方案之一。金石威视的Viewmark产品通过了美国VSTL认证和ChinaDRM水印安全评估，在广电系统、亚马逊等标杆客户处被广泛采用。随着中美贸易第一阶段协议的初步达成，知识产权日益成为国内系统建设的重点方向，数字水印技术厂商面临良好机会和广阔市场。
- 牵手广科院，深入服务广电体系。11月29日，公司公告金石威视与国家广播电视总局广播电视科学研究院（“广科院”）签署了《数字水印技术相关产品及系统的联合研发协议》。本身公司就服务与广电监测市场，保障广电信号的可观可控。此次和广科院签署合作协议，以广科院官方背景围绕广电系统的数字水印系统进行联合研发，有助于深入服务广电客户。同时，广电领域又是版权需求最广阔的垂直市场之一，能为技术商业化落地提供显著助力。
- 安防订单保障业绩，聚焦高毛利产品提升运营效率。2019年三季度公司中标宁夏移动“雪亮工程”视频监控服务采购项目，中标金额达1.72亿元，为安防业务持续发展打好基础。同时，中报显示监控设备业务收入同比有所下降，但毛利率同比高增长，预计为聚焦高毛利端产品导致。

估值

- 预计2019~2021年净利润分别为0.4、0.6和0.9亿，对应EPS分别为0.12元、0.20元和0.30元，对应PE为95倍、57倍和39倍。公司业绩短期承压，基于知识产权保护领域的技术储备，看好2020年业务层面的拐点产生，并随后带动业绩提振和估值消化，首次覆盖给予增持评级。

评级面临的主要风险

- 短期业绩波动；安防业务不及预期；政策落地低于预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	691	526	489	613	708
变动(%)	25	(24)	(7)	26	15
净利润(人民币 百万)	48	11	37	61	90
全面摊薄每股收益(人民币)	0.157	0.036	0.121	0.202	0.297
变动(%)	(29.0)	(76.9)	232.3	67.2	47.0
全面摊薄市盈率(倍)	72.8	315.0	94.8	56.7	38.5
价格/每股现金流量(倍)	(17.0)	43.8	8.3	(4.0)	3.6
每股现金流量(人民币)	(0.67)	0.26	1.38	(2.83)	3.14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.6	122.1	71.9	49.3	28.2
每股股息(人民币)	0.000	0.091	0.151	0.379	0.464
股息率(%)	n.a.	0.8	1.3	3.3	4.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	691	526	489	613	708
销售成本	(508)	(319)	(319)	(380)	(425)
经营费用	(118)	(178)	(128)	(152)	(168)
息税折旧前利润	65	29	42	81	115
折旧及摊销	(6)	(11)	(15)	(18)	(22)
经营利润 (息税前利润)	59	18	27	63	93
净利息收入/(费用)	(7)	(13)	(4)	(16)	(18)
其他收益/(损失)	8	11	15	16	18
税前利润	61	16	38	63	93
所得税	(13)	(5)	(1)	(2)	(3)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	48	11	37	61	90
核心净利润	48	11	37	61	90
每股收益 (人民币)	0.157	0.036	0.121	0.202	0.297
核心每股收益 (人民币)	0.157	0.036	0.121	0.202	0.297
每股股息 (人民币)	0.000	0.091	0.151	0.379	0.464
收入增长(%)	25	(24)	(7)	26	15
息税前利润增长(%)	174	(70)	48	138	47
息税折旧前利润增长(%)	157	(56)	45	94	41
每股收益增长(%)	(29)	(77)	232	67	47
核心每股收益增长(%)	(32)	(77)	235	67	47

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	61	16	38	63	93
折旧与摊销	6	11	15	18	22
净利息费用	7	13	4	16	18
运营资本变动	(305)	(4)	434	(885)	750
税金	(13)	(5)	(1)	(2)	(3)
其他经营现金流	42	47	(72)	(69)	70
经营活动产生的现金流	(203)	79	417	(858)	950
购买固定资产净值	3	8	6	8	7
投资减少/增加	(516)	(356)	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	447	159	(12)	(16)	(14)
投资活动产生的现金流	(66)	(189)	(6)	(8)	(7)
净增权益	0	(28)	(46)	(115)	(140)
净增债务	258	(83)	(278)	798	(746)
支付股息	0	28	46	115	140
其他融资现金流	(34)	211	102	(131)	(159)
融资活动产生的现金流	224	128	(177)	667	(905)
现金变动	(46)	18	234	(200)	38
期初现金	235	191	211	445	246
公司自由现金流	(270)	(110)	411	(866)	942
权益自由现金流	(5)	(179)	136	(53)	215

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	191	211	445	246	284
应收帐款	733	759	356	1,213	500
库存	95	120	53	178	67
其他流动资产	94	143	16	220	19
流动资产总计	1,130	1,253	890	1,876	888
固定资产	6	8	7	7	5
无形资产	4	12	14	18	19
其他长期资产	82	110	101	112	111
长期资产总计	91	130	122	136	136
总资产	1,776	2,290	1,918	2,907	1,912
应付帐款	70	140	25	207	23
短期债务	361	278	0	598	52
其他流动负债	149	295	231	267	265
流动负债总计	580	714	256	1,071	340
长期借款	0	0	0	200	0
其他长期负债	0	111	56	84	70
股本	303	303	303	303	303
储备	1,081	1,313	1,303	1,250	1,199
股东权益	1,384	1,615	1,606	1,553	1,502
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	1,776	2,290	1,918	2,907	1,912
每股帐面价值 (人民币)	4.57	5.34	5.31	5.13	4.96
每股有形资产 (人民币)	4.56	5.30	5.26	5.07	4.90
每股净负债/(现金)(人民币)	0.56	0.22	(1.47)	1.82	(0.77)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	9.5	5.5	8.6	13.3	16.2
息税前利润率(%)	8.6	3.4	5.4	10.3	13.2
税前利润率(%)	8.8	3.0	7.7	10.3	13.1
净利率(%)	6.9	2.1	7.5	10.0	12.7
流动性					
流动比率(倍)	1.9	1.8	3.5	1.8	2.6
利息覆盖率(倍)	8.5	1.3	7.4	3.9	5.1
净权益负债率(%)	12.3	4.2	净现金	35.5	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.6	3.3	1.6	2.4
估值					
市盈率(倍)	72.8	315.0	94.8	56.7	38.5
核心业务市盈率(倍)	72.8	318.0	94.8	56.7	38.5
市净率(倍)	2.5	2.1	2.2	2.2	2.3
价格/现金流(倍)	(17.0)	43.8	8.3	(4.0)	3.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.6	122.1	71.9	49.3	28.2
周转率					
存货周转天数	75.3	123.1	99.1	111.1	105.1
应收帐款周转天数	315.3	517.5	416.4	467.0	441.7
应付帐款周转天数	39.3	73.0	61.8	69.1	59.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	250.3	125.2	187.7	156.4
净资产收益率(%)	4.5	0.7	2.3	3.9	5.9
资产收益率(%)	3.4	0.6	1.2	2.6	3.7
已运用资本收益率(%)	0.9	0.2	0.5	0.8	1.1

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371