

亿联网络 (300628)

公司研究/点评报告

SIP 冠军，VCS 成长空间十足，核心竞争力强成就优质公司

—亿联网络 2019 年年报及 2020 年一季报点评

点评报告/通信行业

2020 年 04 月 15 日

事件：亿联网络 2019 年实现营收 24.89 亿元，同比增加 37.1%，VCS 高清视频会议系统营收增长 87.9%至 3.3 亿元，营收占比提升 3.6pct 至 13.24%；归母净利润 12.35 亿元，同比增长 45.1%，扣非归母净利润 10.95 亿元，同比增长 46.4%；2019 年公司毛利率提升 4.2pct 至 66.0%，销售净利率提升 2.7pct 至 49.6%，ROE(摊薄)提升 3.8pct 至 28.1%。**2020Q1 业绩：**营收 6.50 亿元，同比增长 22.0%；归母净利润 3.66 亿元，同比增长 40.2%，扣非归母净利润 3.17 亿元，同比增长 37.0%。

业绩整体快速增长，SIP 话机业务保持全球第一，VCS 视频业务高速增长

VCS 业务以“云+端”为基础提供一站式解决方案，是公司战略发展方向，行业渗透率仍有较大提升空间。分业务：1) SIP 桌面终端营收 17.58 亿元，同比增长 31%，营收占比 70.6%；SIP 话机业务全球第一，市场份额 27.3%；2) DECT 终端营收 3.07 亿元，同比增长 39%，营收占比 12.3%；3) VCS 高清视频会议营收高速增长 87.9%达 3.3 亿元，营收占比提升 3.6pct 至 13.24%，VCS 是公司战略发展方向，终端整体性能不断提升，公司注重 VCS 业务国内外市场开拓，根据 Frost&Sullivan 数据，全球仅 5%的企业会议安装视频装备，VCS 业务渗透率依然有较大提升空间。

毛利率提升明显，费用端支出有所上升，整体盈利能力改善

公司高毛利率 VCS 业务占比提升，销售结构优化，叠加汇率上行及公司成本下降等因素，公司综合毛利率提升明显；此外由于市场开拓销售费用及研发投入增加，整体费用端支持有所上升。公司 SIP 业务毛利率提升 4.4pct 至 64.9%，DECT 业务毛利率提升 3.9pct 至 62.3%，VCS 业务毛利率达 74.3%，促使综合毛利率提升 4.2 个 pct 至 66.0%。综合费用率提升 1.2pct 至 16.1%，合计费用达 4 亿元，同比增长 48.1%，主要由于销售费用（由于新业务市场开拓的需要）和研发费用增长较快。

研发投入：持续保持高研发，提升技术、产品和解决方案的核心竞争力

继续保持较大规模研发投入，确保产品竞争力，充分满足市场需求及用户体验。1) 语音业务：加快新系列、新机型和新功能的推出，确保软件版本升级迭代速度；2) 视频会议业务：投入持续高速上升，加码基础研发、产品研发和市场支持三个不同的层面，基础研发着重于音视频编解码及音视频底层技术的处理，不断提升算法的效率与性能；产品研发专注于平台架构、业务流程的改善及功能实现等。**2019 年公司研发投入 1.92 亿元，同比增长 39.8%，研发费用率 7.7%。**公司研发和技术服务人员 546 人，占比 48%。

竞争力：核心研发优势+产品定位精准+渠道优势，构筑起公司竞争壁垒

1) 研发优势：长期持续高研发投入，完善研发管理体系，确保产品升级迭代速度，保持技术前瞻性。公司 SIP 话机业务 2018 年的市场份额为 27.3%，位居全球第一。2019 年公司 SIP 话机业务被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖；2019 年携手微软发布 Teams 一站式音视频终端产品，有助于公司目标市场逐渐向高端渗透。

2) 产品定位精准：公司围绕细分群体产品设计丰富，挖掘和满足终端需求，是公司保持客户粘性和竞争力的根本所在。个人桌面终端产品线，已具备 T2 系列、T4 系列、T5 系列、Teams 系列，视频会议系统产品线的设计丰富，确保产品满足灵活部署需求；

3) 渠道优势：公司以经销模式为主，经过多年积累已经建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系，海外经销商分布全球 140 多个国家和地区，稳定的经销商数量超过 80 家，且大部分经销商与公司合作关系达 10 年以上，是公司渠道优势的来源所在。

发布股票激励方案：彰显公司未来发展信心，看好长期公司业绩增长

公司此次股票激励方案考核对象为核心管理和核心技术（业务）人员合计 113 人，公司业绩考核叠加个人业绩考核，体现公司注重员工个人利益，注重公司长远发展，彰显公司对未来发展与业绩增长的信心。在股权激励费用方面，2020-2023 年需摊的费用

推荐

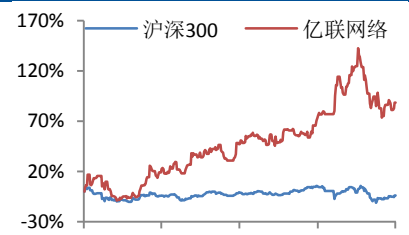
维持评级

当前价格： 87.4

交易数据 2020-04-14

近 12 个月最高/最低	112.46/42.13
总股本（百万股）	599.39
流通股本（百万股）	318.35
流通股比例%	53.11
总市值（亿元）	523.87
流通市值（亿元）	278.24

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号： S0100519030001
电话： 010-85127512
邮箱： liuxin@mszq.com

研究助理：包江麟

执业证号： S0100119080002
电话： 021-60876728
邮箱： baojianglin@mszq.com

相关研究

- 1.【民生通信|深度】数据中心 IDC 行业深度研究报告：沧海流量，信息基石
- 2.【民生通信|专题】短期需求叠加长期逻辑，IDC 及云计算产业链投资图谱
- 3.【民生通信|专题】通信全球产业链研究专题
- 4.【民生通信|行业专题】远程办公需求提升，视频会议行业迎来发展机遇

分别为 2671/2804/968/235 万元，合计 6678 万元，对公司整润影响较小。

➤ 投资建议

我们看好公司在统一通信领域的全球核心竞争力，以及视频会议业务的长期发展空间，预测 2020-2021 归母净利润分别为 15.9/20.8/26.9 亿元，对应 PE 为 33X/25X/20X，公司近三年估值中枢为 36X，当前市值 524 亿，我们认为仍有增长空间，给予“推荐”。

➤ 风险提示

全球疫情持续蔓延；竞争加剧风险；云视频产品推广不及预期；产业政策风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,489	3,236	4,361	5,670
增长率（%）	37.1%	30.0%	34.8%	30.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,235	1,582	2,074	2,674
增长率（%）	45.1%	28.0%	31.1%	28.9%
每股收益（元）	2.06	2.64	3.46	4.46
PE（现价）	35.13	33.12	25.26	19.59
PB	9.87	8.76	6.51	4.88

资料来源：公司公告、民生证券研究院

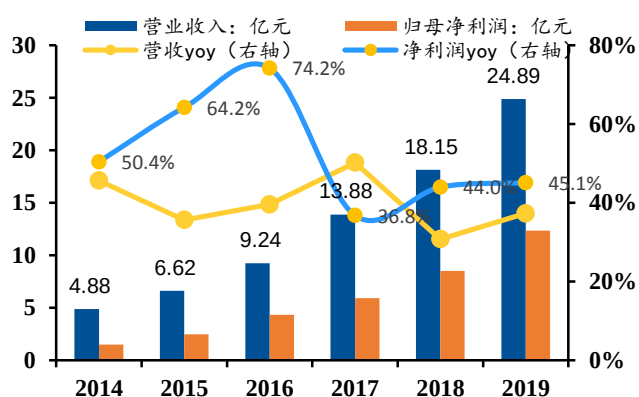
目录

一、业绩整体快速增长，SIP 话机业务保持全球第一，VCS 视频业务高速增长.....	4
二、竞争力强：核心研发优势+产品定位精准+渠道优势，构筑起公司竞争壁垒.....	8
三、投资建议.....	10
四、风险提示.....	11

一、业绩整体快速增长，SIP 话机业务保持全球第一，VCS 视频业务高速增长

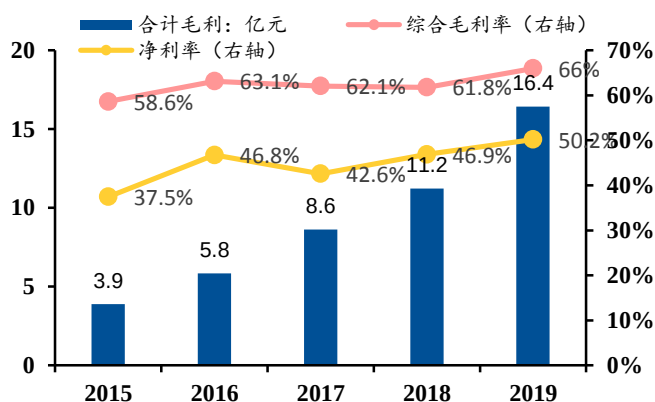
事件：亿联网络 2019 年实现营收 24.89 亿元，同比增加 37.1%，VCS 高清视频会议系统营收增长 87.9%至 3.3 亿元，营收占比提升 3.6pct 至 13.24%；归母净利润 12.35 亿元，同比增长 45.1%，扣非归母净利润 10.95 亿元，同比增长 46.4%；2019 公司毛利率提升 4.2pct 至 66.0%，销售净利率提升 2.7pct 至 49.6%，ROE(摊薄)提升 3.8pct 至 28.1%。2020Q1 业绩：营收 6.50 亿元，同比增长 22.0%；归母净利润 3.66 亿元，同比增长 40.2%，扣非归母净利润 3.17 亿元，同比增长 37.0%。

图1：亿联网络营收及归母净利润概况



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：亿联网络毛利率和净利率概况



资料来源：wind，民生证券研究院

业绩整体快速增长，SIP 话机业务保持全球第一，VCS 视频业务高速增长。VCS 业务以“云+端”为基础提供一站式解决方案，是公司战略发展方向，行业渗透率仍有较大提升空间。亿联网络推出了适应不同场景的终端产品，针对中大会议室、中小型会议室、小微会议室或独立办公室、移动用户均有不同的终端解决方案；为提升会议效率及体验，公司推出一系列辅助性的设备，如：无线麦克风、无线投屏器、会议桌面平板等。

图3：亿联网络全场景终端产品



资料来源：公司年报，民生证券研究院

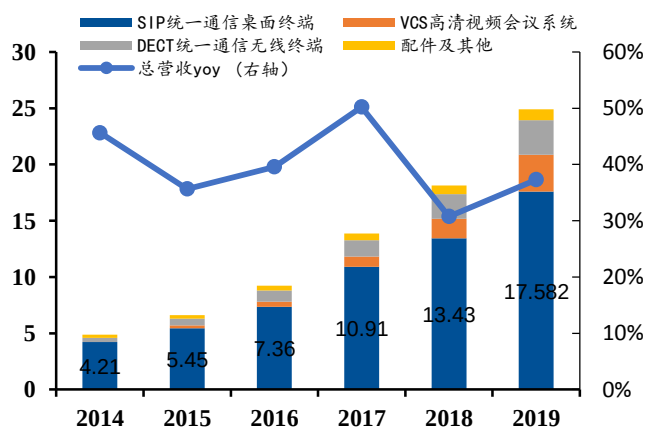
分业务来看：

1) SIP 桌面终端营收 17.58 亿元，同比增长 31%，营收占比 70.6%；SIP 话机业务全球第一，市场份额 27.3%；

2) DECT 终端营收 3.07 亿元，同比增长 39%，营收占比 12.3%；

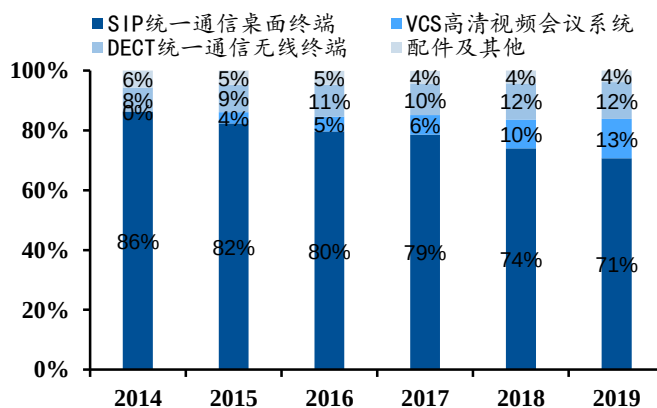
3) VCS 高清视频会议营收高速增长 87.9%达 3.3 亿元，营收占比提升 3.6pct 至 13.24%，VCS 是公司战略发展方向，终端整体性能不断提升，公司注重 VCS 业务国内外市场开拓，根据 Frost&Sullivan 数据，全球仅 5%的企业会议安装视频装备，VCS 业务渗透率依然有较大提升空间。

图4：亿联网络分业务营收概况（亿元）



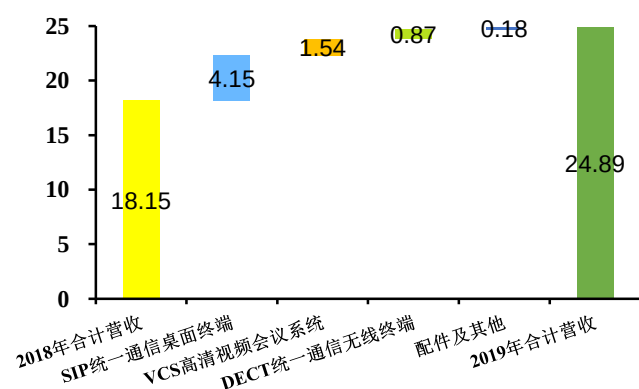
资料来源：wind，民生证券研究院

图5：亿联网络分业务营收占比概况



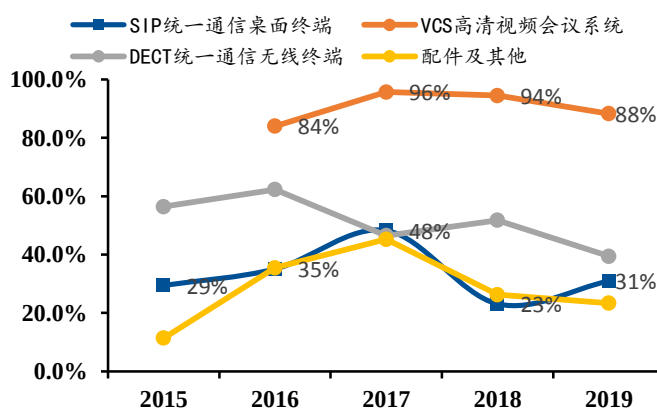
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：亿联网络营收增长瀑布图（亿元）



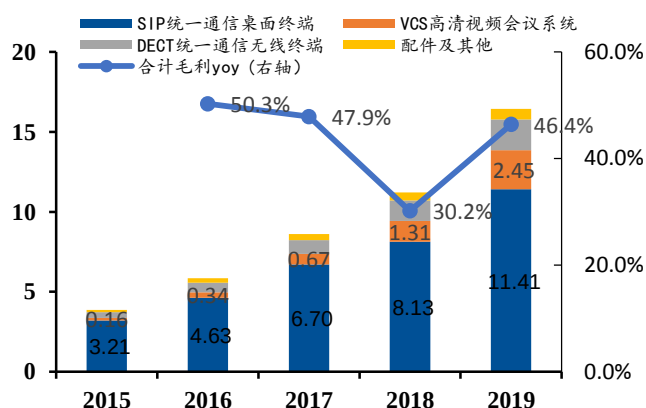
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：亿联网络分业务营收增速概况



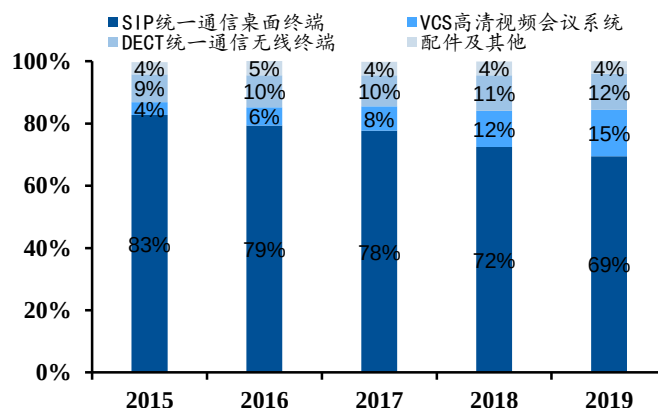
资料来源：wind，民生证券研究院

图8: 亿联网络分业务毛利概况 (亿元)



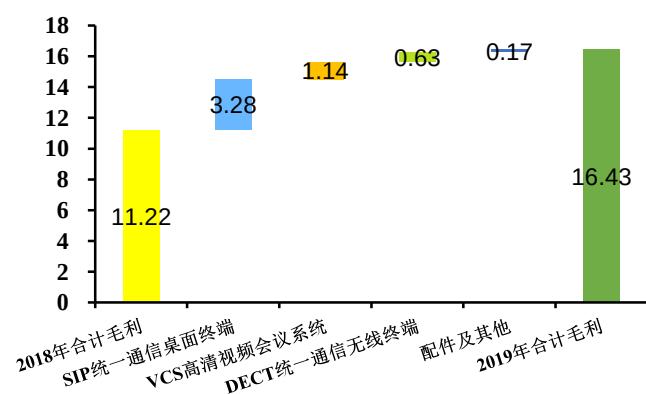
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 亿联网络分业务毛利占比概况



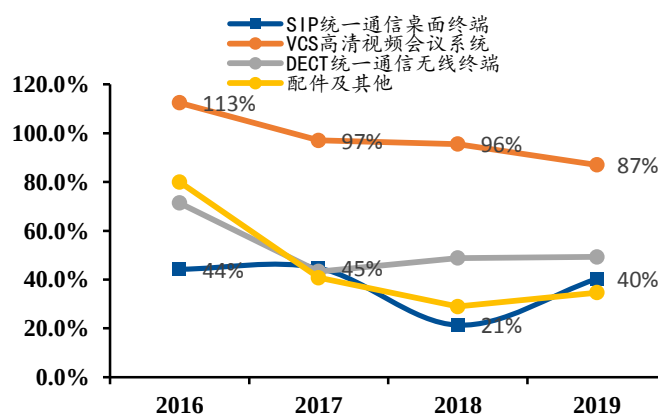
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 亿联网络毛利增长瀑布图概况 (亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 亿联网络分业务毛利增长概况



资料来源: wind, 民生证券研究院

毛利率提升明显，费用端支出有所上升，整体盈利能力改善。

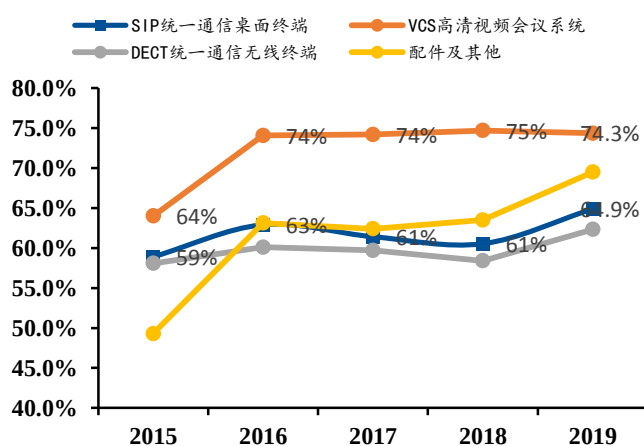
公司高毛利率 VCS 业务占比提升，销售结构优化，叠加汇率上行及公司成本下降等因素，公司综合毛利率提升明显；此外由于市场开拓销售费用及研发投入增加，整体费用端支持有所上升。公司 SIP 业务毛利率提升 4.4pct 至 64.9%，DECT 业务毛利率提升 3.9pct 至 62.3%，VCS 业务毛利率达 74.3%，促使综合毛利率提升 4.2 个 pct 至 66.0%。综合费用率提升 1.2pct 至 16.1%，合计费用达 4 亿元，同比增长 48.1%，主要由于销售费用（由于新业务市场开拓的需要）和研发费用增长较快。

研发投入：持续保持高研发，提升技术、产品和解决方案的核心竞争力，继续保持较大规模研发投入，确保产品竞争力，充分满足市场需求及用户体验。

1) 语音业务：加快新系列、新机型和新功能的推出，确保软件版本升级迭代速度；

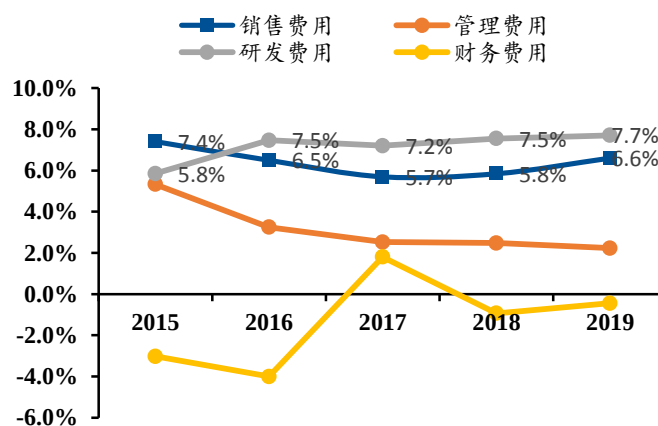
2) 视频会议业务：投入持续高速上升，加码基础研究、产品研发和市场支持三个不同的层面，基础研究着重于音视频编解码及音视频底层技术的处理，不断提升算法的效率与性能；产品研发专注于平台架构、业务流程的改善及功能实现等。2019 年公司研发投入 1.92 亿元，同比增长 39.8%，研发费用率 7.7%。公司研发和技术服务人员 546 人，占比 48%。

图12：亿联网络分业务毛利率概况



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：亿联网络四项费用率概况



资料来源：wind，民生证券研究院

二、竞争力强：核心研发优势+产品定位精准+渠道优势，构筑起公司竞争壁垒

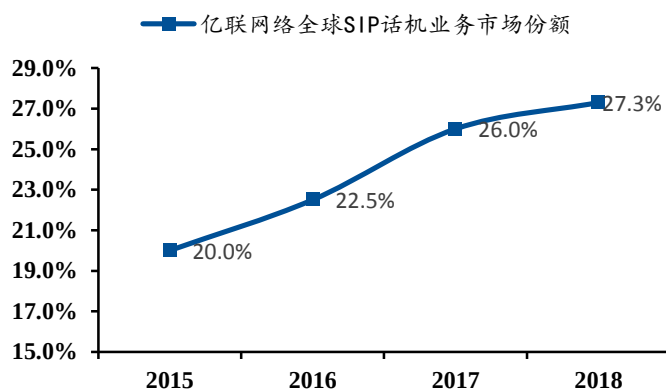
竞争力：核心研发优势+产品定位精准+渠道优势，构筑起公司竞争壁垒。

1) 研发优势：长期持续高研发投入，完善研发管理体系，确保产品升级迭代速度，保持技术前瞻性。公司 SIP 话机业务 2018 年的市场份额为 27.3%，位居全球第一。2019 年公司 SIP 话机业务被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖；2019 年携手微软发布 Teams 一站式音视频终端产品，是公司产品竞争力的充分体现，有助于公司目标市场逐渐向高端渗透。

2) 产品定位精准：公司围绕细分群体产品设计丰富，挖掘和满足终端需求，是公司保持客户粘性和竞争力的根本所在。个人桌面终端产品线，已具备 T2 系列、T4 系列、T5 系列、Teams 系列，视频会议系统产品线的设计丰富，确保产品满足灵活部署需求；

3) 渠道优势：公司以经销模式为主，经过多年积累已经建立起覆盖全球 100 多个国家的分销体系，海外经销商分布全球 140 多个国家和地区，稳定的经销商数量超过 80 家，且大部分经销商与公司合作关系达 10 年以上，是公司渠道优势的来源所在。

图14：亿联网络全球 SIP 话机业务市场份额



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司 SIP 话机业务被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖



资料来源：wind，民生证券研究院

2019 年携手微软发布 Teams 一站式音视频终端产品，是公司产品竞争力的充分体现，有助于公司目标市场逐渐向高端渗透。2019 年全系列的 Teams 话机上线，该系列话机产品基于与 T5 系列相同的硬件平台，搭载特制软件，经授权采用与 Teams 软终端风格相同的用户交互界面，运行在 Teams 私有协议上，与 Teams 系统协同使用，较好的保障了用户体验。同时，亿联网络基于长期积累的行业理解，在该系列话机的功能设计上提出了一系列较为创新的构想，在 Teams 行业生态内建立了先发优势。

图16: 亿联网络 Teams 一站式音视频终端产品



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

公司发布股票激励方案: 彰显公司未来发展信心, 看好长期公司业绩增长。公司此次股票激励方案考核对象为核心管理和核心技术(业务)人员合计 113 人, 公司业绩考核叠加个人业绩考核, 体现公司注重员工个人利益, 注重公司长远发展, 彰显公司对未来发展与业绩增长的信心。在股权激励费用方面, 2020-2023 年需摊的费用分别为 2671/2804/968/235 万元, 合计 6678 万元, 对公司整润影响较小。

三、投资建议

我们看好公司在统一通信领域的全球核心竞争力，以及视频会议业务的长期发展空间，预测 2020-2021 归母净利润分别为 15.9/20.8/26.9 亿元，对应 PE 为 33X/25X/20X，公司近三年估值中枢为 36X，当前市值 524 亿，我们认为仍有增长空间，给予“推荐”。

表 1：公司盈利预测表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	13.88	18.15	24.89	32.36	43.61	56.70
yoy	50.2%	30.8%	37.1%	30.0%	34.7%	30.0%
SIP 统一通信桌面终端	10.91	13.43	17.58	21.80	27.47	33.51
yoy	48.2%	23.1%	30.9%	24.0%	26.0%	22.0%
as of Rev	78.6%	74.0%	70.6%	67.4%	63.0%	59.1%
VCS 高清视频会议系统	0.9	1.75	3.30	5.44	9.35	14.49
yoy	95.7%	94.4%	88.3%	65.0%	72.0%	55.0%
as of Rev	6.5%	9.6%	13.2%	16.8%	21.4%	25.6%
DECT 统一通信无线终端	1.45	2.2	3.067	3.987	5.423	7.049
yoy	46.5%	51.7%	39.4%	30.0%	36.0%	30.0%
as of Rev	10.4%	12.1%	12.3%	12.3%	12.4%	12.4%
配件及其他	0.61	0.77	0.950	1.140	1.368	1.641
yoy	45.2%	26.2%	23.3%	20.0%	20.0%	20.0%
as of Rev	4.4%	4.2%	3.8%	3.5%	3.1%	2.9%
毛利合计：亿元	8.62	11.22	16.426	21.27	28.70	37.37
yoy	47.9%	30.2%	46.4%			
综合毛利率	62.1%	61.8%	66.0%	65.7%	65.8%	65.9%
SIP 桌面终端毛利：亿元	6.70	8.13	11.41	14.06	17.64	21.38
yoy	44.7%	21.3%	40.3%	23.3%	25.4%	21.2%
毛利率	61.4%	60.5%	64.9%	64.5%	64.2%	63.8%
VCS 毛利：亿元	0.67	1.31	2.45	4.03	6.92	10.70
yoy	97.1%	95.5%	87.0%	64.7%	71.5%	54.6%
毛利率	74.2%	74.7%	74.3%	74.2%	74.0%	73.8%
DECT 毛利：亿元	0.86	1.28	1.91	2.43	3.25	4.23
yoy	43.3%	48.8%	49.3%	27.3%	33.8%	30.0%
毛利率	59.7%	58.4%	62.3%	61.0%	60.0%	60.0%
配件及其他毛利：亿元	0.38	0.49	0.66	0.74	0.89	1.07
yoy	40.7%	28.9%	34.7%	12.2%	20.0%	20.0%
毛利率	62.4%	63.5%	69.5%	65.0%	65.0%	65.0%
销售费用	0.79	1.06	1.65	1.94	2.83	3.52
as of Rev	5.7%	5.8%	6.6%	6.0%	6.5%	6.2%
管理费用	0.35	0.45	0.56	0.71	0.87	1.02
as of Rev	2.5%	2.5%	2.2%	2.2%	2.0%	1.8%
研发费用	1	1.37	1.92	2.52	3.45	4.54
as of Rev	7.2%	7.5%	7.7%	7.8%	7.9%	8.0%

财务费用	0.25	-0.17	-0.11	-0.13	-0.22	-0.28
as of Rev	1.8%	-0.9%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.5%
归母净利润	5.91	8.51	12.35	15.91	20.84	26.89
yoy	36.8%	44.0%	45.1%	28.8%	31.0%	29.0%
净利率	42.6%	46.9%	49.6%	49.2%	47.8%	47.4%

资料来源：wind，公司年报、民生证券研究院

四、风险提示

全球疫情持续蔓延；竞争加剧风险；云视频产品推广不及预期；产业政策风险等。

插图目录

图 1: 亿联网络营收及归母净利润概况.....	4
图 2: 亿联网络毛利率和净利率概况.....	4
图 3: 亿联网络全场景终端产品.....	4
图 4: 亿联网络分业务营收概况 (亿元)	5
图 5: 亿联网络分业务营收占比概况.....	5
图 6: 亿联网络营收增长瀑布图 (亿元)	5
图 7: 亿联网络分业务营收增速概况.....	5
图 8: 亿联网络分业务毛利概况 (亿元)	6
图 9: 亿联网络分业务毛利占比概况.....	6
图 10: 亿联网络毛利增长瀑布图概况 (亿元)	6
图 11: 亿联网络分业务毛利增长概况.....	6
图 12: 亿联网络分业务毛利率概况.....	7
图 13: 亿联网络四项费用率概况.....	7
图 14: 亿联网络全球 SIP 话机业务市场份额.....	8
图 15: 公司 SIP 话机业务被 Frost&Sullivan 评为市场领先奖	8
图 16: 亿联网络 Teams 一站式音视频终端产品	9

表格目录

表 1: 公司盈利预测表	10
--------------------	----

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,489	3,236	4,361	5,670
营业成本	846	1,110	1,491	1,932
营业税金及附加	30	38	52	67
销售费用	164	197	292	352
管理费用	56	76	102	132
研发费用	192	246	333	439
EBIT	1,201	1,562	2,080	2,734
财务费用	-11	1	-6	-16
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	134	162	174	170
营业利润	1,360	1,741	2,283	2,944
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,361	1,741	2,283	2,944
所得税	126	159	209	270
净利润	1,235	1,582	2,074	2,674
归属于母公司净利润	1,235	1,582	2,074	2,674
EBITDA	1,221	1,550	2,062	2,714
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	106	1,584	3,572	6,137
应收账款及票据	399	512	701	906
预付款项	4	7	9	11
存货	267	344	458	598
其他流动资产	3,606	3,610	3,616	3,621
流动资产合计	4,381	6,056	8,357	11,273
长期股权投资	43	43	43	43
固定资产	93	90	81	83
无形资产	267	254	236	217
非流动资产合计	447	443	429	427
资产合计	4,827	6,499	8,786	11,701
短期借款	50	50	50	50
应付账款及票据	199	233	324	421
其他流动负债	177	201	278	365
流动负债合计	426	484	653	836
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	6	6	6	6
负债合计	431	490	658	841
股本	599	599	599	599
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	4,396	6,009	8,128	10,859
负债和股东权益合计	4,827	6,499	8,786	11,701

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	37.1%	30.0%	34.8%	30.0%
EBIT 增长率	47.9%	30.1%	33.1%	31.5%
净利润增长率	45.1%	28.0%	31.1%	28.9%
盈利能力				
毛利率	66.0%	65.7%	65.8%	65.9%
净利润率	49.6%	48.9%	47.6%	47.2%
总资产收益率 ROA	25.6%	24.5%	23.8%	23.1%
净资产收益率 ROE	28.1%	26.5%	25.8%	24.9%
偿债能力				
流动比率	10.29	12.51	12.81	13.49
速动比率	9.65	11.79	12.09	12.76
现金比率	0.25	3.27	5.47	7.34
资产负债率	8.9%	7.6%	7.6%	7.3%
经营效率				
应收账款周转天数	58.46	57.71	58.71	58.33
存货周转天数	114.99	113.19	112.24	113.01
总资产周转率	0.52	0.50	0.50	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	2.06	2.64	3.46	4.46
每股净资产	7.33	9.97	13.43	17.89
每股经营现金流	1.82	2.12	2.90	3.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	35.13	33.12	25.26	19.59
PB	9.87	8.76	6.51	4.88
EV/EBITDA	35.52	32.81	23.70	17.06
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,235	1,582	2,074	2,674
折旧和摊销	20	12	18	20
营运资金变动	-29	-139	-143	-169
经营活动现金流	1,093	1,270	1,740	2,315
资本开支	-270	48	76	81
投资	-928	0	0	0
投资活动现金流	-1,064	210	250	251
股权募资	11	-0	0	0
债务募资	297	0	0	0
筹资活动现金流	-299	-2	-2	-2
现金净流量	-267	1,478	1,988	2,564

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

刘欣，民生证券文化传媒&通信首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名等。

包江麟，民生证券通信行业研究助理，南京大学产业经济学硕士，本科数学专业，2019年加入民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。