

002777.SZ

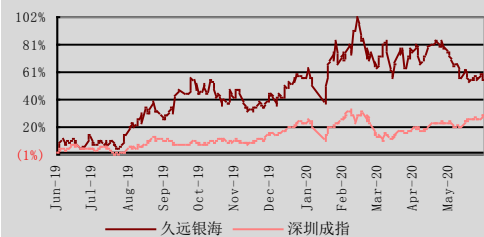
买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 27.0

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	5.2	(10.6)	(4.5)	59.3
相对深证成指	(2.9)	(15.9)	(19.2)	28.8

发行股数(百万)	314
流通股(%)	85
总市值(人民币 百万)	8,479
3 个月日均交易额(人民币 百万)	106
净负债比率(%) (2020E)	净现金
主要股东(%)	
四川久远投资控股集团有限公司	26

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2020 年 6 月 18 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: 计算机应用

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

久远银海

奔跑在医保民政扩容赛道上的成长龙头

公司是政府民生信息化龙头, 聚焦于医疗医保业务, 数字政务业务拓向全国, 具有中物院优秀基因和国企混改活力。2020-2022 年是医保 G 端和民政(金民工程)建设大年, 新增市场空间弹性高达 208%。承建高标准的部委核心系统更易自上而下切分省市级蛋糕, 长期看好公司赛道扩容及头部优势。

支撑评级的要点

- **政府民生行业信息化龙头。**公司以医疗医保 IT 业务为核心, 数字政务和智慧城市为条线, 业务扩散至全国, 终成垂直行业龙头。2019 年营收(+17.6%) 首超 10 亿, 净利(+36%) 增速创历史新高, 迎更佳成长时刻。
- **金民工程+医保市场扩容带动弹性达 208%。**虽然疫情对财政带来较大压力, “基本民生投入只增不减” 政策可保底, 细分赛道在扩容。金民工程新增量达 24 亿/年, 医保 G 端增量达 28 亿/年, 带动总体弹性达 208%, 预期订单在 Q3 规模落地, 建设节奏与市场存预期差。立足西南而谋全国, 2019 年西南地区营收占比首次下滑至 50% 以下。
- **内核优秀, 加码研发, 存深化混改预期。**(1) 公司起源于中物院, 成功发展军民融合和自主可控业务。研发基因强大, 在研发投入、产品迭代均有成效。2020 两会提出科研院所人才“揭榜挂帅” 机制, 将继续为人才和市场拓展提供支援。(2) 平安系参股 5.6%, 巨头看中公司卡位优势, 中期内存在深化混改预期。
- **部委建设模式利于头部厂商。**核心系统从部委到省市的建设模式更加趋于统一, 建设节奏和数据标准对厂商提出要求, 更利于头部厂商。公司的毛利率、收入结构及收入地域分布等指标均在改善。

估值

- 预计 2020~2022 年净利润 2.31、3.33 和 4.40 亿元, EPS 为 0.73、1.06 和 1.40 元, 对应 PE 为 37、26 和 19 倍。三年内赛道扩容明显, 营收和毛利率迎来双提升, 市场容量与客户节奏均与市场认知存在较大预期差, 首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 政策催化不及预期; 竞争加剧致全国布局放缓; 军民融合业务发展受限。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	864	1,016	1,217	1,583	2,015
变动(%)	25	18	20	30	27
净利润(人民币 百万)	119	161	231	333	440
全面摊薄每股收益(人民币)	0.378	0.514	0.734	1.061	1.400
变动(%)	30.7	36.1	42.7	44.5	32.0
全面摊薄市盈率(倍)	71.4	52.5	36.8	25.5	19.3
价格/每股现金流量(倍)	38.4	49.7	35.3	22.4	13.5
每股现金流量(人民币)	0.70	0.54	0.76	1.20	2.00
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.2	32.1	28.4	18.6	13.1
每股股息(人民币)	0.137	0.088	0.196	0.232	0.340
股息率(%)	0.5	0.3	0.7	0.9	1.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

医保迎建设大年，G 端增量达 57 亿	5
聚焦医疗医保的民生信息化龙头	5
医保新建市场增量达 57 亿	6
疫情后民生信息化投入有望只增不减	6
医疗 IT 立足西南拓向全国，华西医院树立标杆	7
民政赛道扩容接棒，三年增量达 71 亿	8
金民工程新增量达 71 亿	8
综合看医保+民政增量弹性达 208%	8
平安加持强化混改预期	10
传承中物院优秀基因，发展自主可控+军民融合	10
平安系加持，存深入混改预期	12
部委建设模式利于头部厂商，增长质量在改善	13
头部厂商占优，承建核心系统更易自上而下切分省级蛋糕	14
营收净利 5 年 CAGR 达 23%，中期毛利率可提至 50%+	16
盈利预测与投资建议	18
盈利预测：民生 IT 高增+缩控系统集成，营收与毛利率迎双提升	18
投资建议：赛道扩容确定性强，20H2 将迎验证	19
风险提示	20

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司发展历程.....	5
图表 2. 公司业务板块.....	5
图表 3. 医疗保障信息平台软件市场规模测算.....	6
图表 4. 近年来人社部信息化投入占比维持在 12% 以上.....	6
图表 5. 民政部管理事务中一般行政事务预算占比在增加.....	6
图表 6. 2020 年以后医疗 IT 支出维持 10%+ 的增速.....	7
图表 7. 金民工程规划中第一批次试点地区分布.....	8
图表 8. 民生信息化下游客户分类.....	9
图表 9. 存量市场（人社+公积金）空间测算.....	9
图表 10. 2020-2021 年四大细分市场空间测算.....	9
图表 11. 主要股权结构.....	10
图表 12. 中物院组织架构.....	10
图表 13. 公司四大技术平台产品.....	11
图表 14. 研发人员及支出占比稳步提升.....	11
图表 15. 公司自主可控软件开发平台.....	12
图表 16. 公司获得平安集团不断增持.....	12
图表 17. 业务领域中的主要竞争对手.....	13
图表 18. 四大细分信息化市场系统招标采购参考.....	13
图表 19. 金民工程基本由实力厂商承建.....	14
图表 20. 医保 G 端竞争格局.....	15
图表 21. 青海省医保系统建设招标明细.....	15
图表 22. 营收 5 年 CAGR 为 23%.....	16
图表 23. 净利润 5 年 CAGR 为 24%.....	16
图表 24. 2019 年扣非后归母净利润增速达 48%.....	16
图表 25. 毛利率及扣非后净利润率在提升.....	16
图表 26. 员工人数增长与业务拓展相匹配.....	16
图表 27. 人均创收及创利水平在提升.....	16
图表 28. 软件产品及运维服务占比提升较快.....	17
图表 29. 2019 年西南地区营收占比滑至 50% 以下.....	17
图表 30. 公司分板块拆解业务预测.....	18

图表 31. 营收按照行业划分增速.....	19
图表 32. 主要费用率变化.....	19
图表 33. 可比公司市盈率对比.....	19
损益表(人民币 百万).....	21
资产负债表(人民币 百万).....	21
现金流量表(人民币 百万).....	21
主要比率 (%).....	21

医保新建市场增量达 57 亿

医保平台建设为新增量，市场容量达 57 亿。目前国家医保局重点任务之一为实现有效的医保控费，但现在信息技术手段尚不完善，未来工作重点将是通过建设医保控费平台实现该目标。预期今年医保局的国家级平台在 2020Q3 上线，然后 2020Q3 省级平台招标有望跟上，然后通过省级平台部署延伸到各市县。省级医保平台市场建设主要集中在 2020-2021 年，则两年内市场空间为 56.7 亿，年均 28.4 亿。

医保局信息化平台根据国家级软件统一标准，进行省级研发，市县部署实施。目前国家端软件正进行有序研发，原定于 2020H1 上线运行，但由于疫情影响项目建设及施工，预计国家医保局平台整体上线时间在 2020Q3。其中 5 月 3 号公司承建的国家医保信息平台第二包跨省异地就医管理子系统成功上线，目前看系统交易数据准确，运行状态平稳。

省级医保招标建设进度推演：预计 20Q3 招标全部落地。在国家医保局平台建设进行的同时，2020Q2 省级医保平台建设也在同时进行，4 月青海省医保平台系统招标完成（中标总额为 2.6 亿），5 月山西省医保平台系统招标完成（中标总额为 1.64 亿）。在 5 月份全国两会召开完成后，预计各省级招标进度会加速，按照以政府客户为主的行业信息化公司季度业绩变化规律，Q3 订单变化可有效转化为年内营收。其中公司具备自主研发的数据中台产品“视界”，已经中标青海医保政务中台项目。

图表 3. 医疗保障信息平台软件市场规模测算

层级	数量	金额 (万元)	单项合计 (万元)
国家级	1	1,700	1,700
省级	31	15,000	465,000
地市级统筹区	334	300	100,200
合计	-	-	566,900

资料来源：中国采招网，中银证券

注：31 个省市自治区（根据实际情况测算未包含港澳台）

疫情后民生信息化投入有望只增不减

财政预算约束变化对于下游需求变化影响非常明显，观察上述部门的预算决算变化具有参考意义。

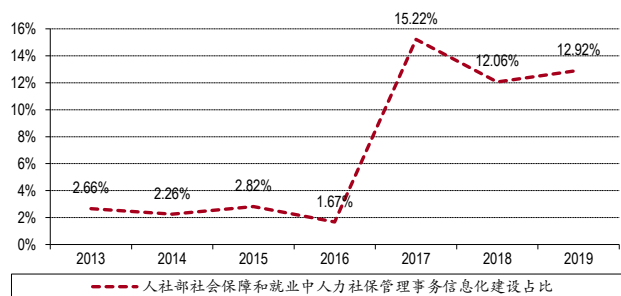
中央部委本级（人社部、民政部）一般行政事务行政支出包含了信息化系统建设运营整体费用，其年度变化可以为下游客户项目需求变动提供有效参考。

2017 年人社部信息化投入占预算支出的比例攀升到 15% 以上，今后两年均维持在 12% 以上。

民政部从 2018 年开始民政管理事务中一般行政事务预算占比增加至 12.7%，2019 年更是达到 26.7%，创历史新高，主要是 2019 年部内预算总支出由 2018 年的 25 亿下滑至 18 亿，而民政管理事务一般行政管理事务支出由 2018 年的 3.2 亿攀升至 2019 年的 4.8 亿。

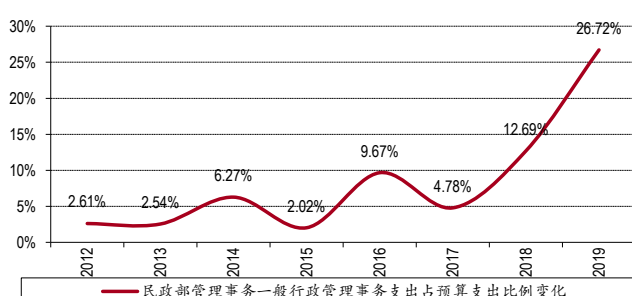
由此可见两部委在精细化和信息化管理方面不断加码，使得信息化支出占比提升非常明显。

图表 4. 近年来人社部信息化投入占比维持在 12% 以上



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 民政部管理事务中一般行政事务预算占比在增加



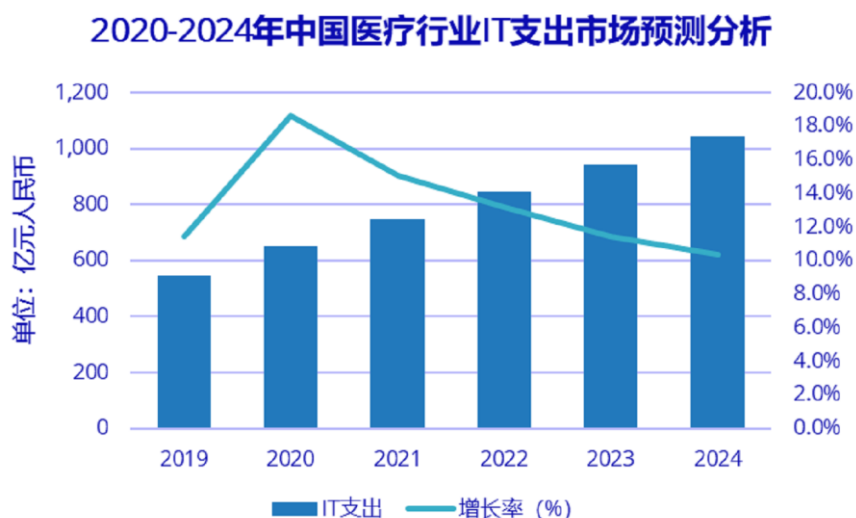
资料来源：万得，中银证券

基本民生行业投入只增不减，增长可保底。在第十三届全国人大会议上的《2020 年政府工作报告》中提出，围绕“医疗、医保、教育、就业保障”等基本民生财政支出只增不减，并发行抗疫因此主要政府客户的信息化管理投入也将跟随整体预算盘子增大而增加。

医疗 IT 立足西南拓向全国，华西医院树立标杆

医疗信息化中长期增速维持在 10%+。根据 IDC 最新预测，2019 年中国医疗行业 IT 总支出是 548.2 亿，同比增长 11.5%，预计到 2024 年市场规模可达 1041.5 亿，2019-2024 年复合增长率为 13.7%。

图表 6. 2020 年以后医疗 IT 支出维持 10%+ 的增速



资料来源：IDC 中国，中银证券

同时 IDC 预测 2020 年及未来几年内，医疗服务应用软件将处于持续升级中，创新的医疗服务软件快速增长，医疗保障应用软件则处于新建过程中。可以看出医疗信息化市场仍然是无边蓝海市场。

医疗 IT 聚焦于西南，华西医院建设已成业内标杆。公司医疗 IT 主要集中在西南成都地区，主要面向华西医院等业内知名客户，华西医院作为国内大型三甲医院建设标杆，信息化建设具有标杆示范效应。2019 年公司联合华西医院，以大数据医院管理、大数据医疗科研、专科专病诊疗大数据应用三大方向为抓手，解决传统医疗模式在成本控制、治疗效果、患者需求等方面的问题，已产出了基于临床实际的医疗费用管理系统、医院 DRGs 质量和绩效管理平台、心理健康促进服务平台等近十个产品。在标杆示范效应下，2019 年公司在院端新增 5 个三甲医院客户，陆续在广东、江苏、广西、贵州等地承建了多个大型智慧医院项目和医共体项目，在卫健端，承建广东省汕尾市全民健康信息综合管理平台等多个重大项目。

民政赛道扩容接棒，三年增量达 71 亿

市场担心医保局 G 端建设持续性，我们预判今明两年是建设大年，并在明年迎来高峰，以金民工程为代表的民政信息化建设将紧跟而至，赛道也将迎来扩容，建设高峰至少持续到 2022 年。

金民工程新增量达 71 亿

民政新增量需求金民工程有望在 2020-2021 年爆发。2019 年 8 月 22 日民政部办公厅发布印发《金民工程一期项目试点工作方案》，要求进行全国范围内的金民工程试点。要求第 1 批试点地区于 2019 年 8-12 月开展试点应用，2020 年第一季度完成试点总结，并形成可复制可推广的经验。第 2 批试点地区于 2020 年第二季度开展试点应用，第三季度完成试点总结。2020 年第四季度，开展非试点地区应用推广，实现全行业全覆盖应用。受疫情对项目研发和实施的影响，预计国家端在 2020Q3 才上线，2020H2 试点地区才形成规模化建设。我们预计金民工程将在 2020-2022 年三年时间内建设完成，并在 2021 年达到建设高峰。

按照地域财政预算及前期建设情况测算金民工程软件市场空间近 71 亿。根据中国采招网不完全统计，民政部信息中心金民工程共 12 个项目，总金额为 9,251 万元。由《金民工程一期项目试点工作方案》可以看出，各省市金民工程市场空间将依据前期建设及地域经济财政情况有所差异。（1）“统一应用+内部交换”基本参考中央层级的民政部系统建设，预计建设规模为 1 亿/省；（2）“统一应用+统一数据交换平台”建设模式中“数据交换平台”将进行扩展建设，因此空间将会较大，假设为 2 亿/省；（3）“自建应用+接口调用”建设模式中，软件应用和数据交换平台都将会自行建设，市场空间假设为 3.5 亿/省。综合测算第一批试点地区市场空间为 22 亿，剩余 22 省的市场空间近 48 亿（22*2.2），则金民工程整体市场空间近 71 亿（1+22+48），2020-2022 年市场空间为 23.7 亿/年。金民工程作为重要的金字头工程，将从中央层级渗透到乡镇社区中，其中的业务子系统也将不断扩容，长期看后期运维服务收入也将不断增加。预期 2020-2022 年市场空间分别为 15/34/22 亿左右。

图表 7. 金民工程规划中第一批次试点地区分布

部署模式	应用模式	数据交换模式	试点地区	全省市场规模假设（亿/省）
全国物理大集中	统一应用	内部交换	陕西、西藏、新疆	1
省部两级	统一应用	统一数据交换平台	江苏、福建、青岛	2（青岛市为 1 亿左右）
	自建应用	接口调用	上海、浙江、江西、广东	3.5

资料来源：民政部官网，中银证券

综合看医保+民政增量弹性达 208%

存量和增量市场空间各有差异。由于人社、公积金部门成立时间较长，信息化系统建设较为完整，该存量市场主要是原有信息业务系统的运营维护和升级更新，当前出现的新需求不多。

公司下游客户主要是民政人社住房金融等政府行业客户，首先对民生信息化市场做出定义。狭义的民生信息化市场主要是指民政、人社、公积金、医保等 G 端部门业务软硬件系统。广义的民生信息化市场包含教育、养老、医疗等。在此，我们重点推算久远所在民生信息化市场的空间规模，即狭义的民政、人社、公积金、医保等软硬件系统市场规模。

根据下游客户（政府部门）成立时间、新需求出现及各个细分市场推动进度，可以分为存量市场和增量市场，其中存量市场包含人社、公积金两大部门信息化市场，增量市场包含民政部门的金民工程（民政部中心系统建设在 20H1 完成，正在进行第一阶段的全国范围内试点推广）和医保局信息化（国家医保局于 2018 年成立，2019 年底进行国家端软件建设，2020H1 开始进行省级平台中标建设）。

图表 8. 民生信息化下游客户分类

市场空间分类	客户	部门层级	部门特点及职能简要分析	信息化建设进度
存量市场	人社部 (厅/局)	国家-省-地市- 县区四级	1、 政府行政部门 2、 包含对人力资源、就业创业、社会保险比较完善，主要是运维、安全维护及部分功能保障、劳动关系、专业技术职称评级、模块需求实现，如电子社保卡结算系统等 事业单位薪资等领域的指导管理	比较完善，2015 年住建部开始要求双贯标，即要求住房公积金行业机贯彻落实《住房公积金基础数据标准》和《接入住房公积金银行结算数据应用系统接口标准》两大标准。目前的新需求主要是县市区系统接入全国住房公积金数据平台，外部数据共享等
	住房公积金 中心(住房资 金管理中心)	省-地市-县区 三级	1、 一般是归属于同级辖区的住建行政部门的全额事业单位 2、 主要面向辖区居民进行住房资金的缴存、提取、贷款、转移，并需要对接业务银行系统接口	2018 年新成立国家医保局，目前国家局医疗保 对医疗保险、生育保险、医疗救助、医障信息平台已经完成招标并在进行规划，预计 保基金、医药品服务价格收费采购等领 域进行指导管理
增量市场	医保局	国家-省-地市- 县区四级	1、 政府直属机构 2、 包含对社会组织、社会救助、社会事务（婚姻、殡葬、助残）、养老服务、儿童福利、社会工作（慈善管理）等具体领域的指导和管理	原有系统已经运行多年且硬件呈现老化现象，与 2018 年民政部信息中心启动“金民工程”一期建设，原定要求在 2019Q4 开始第一批试点推广，2020Q2 开始第二批试点推广，在 2020 年底完全上线，目前看全国省级系统上线可能推迟到 2021H1
	民政部 (厅/局)	国家-省-地市- 县区四级		

资料来源：中央人民政府官网，各省地市级相关部门官网，中银证券

存量市场的人社和住房公积金信息系统市场空间达到 28 亿/年。存量市场主要是原有系统运维、安全等保以及部分新的定制化系统需求升级，按照每一层级对应的部门系统需要固定的运维费用进行测算。人社领域中央级（300 万）、省级（100 万）、地市级（80 万）、县区级（50 万）；公积金领域省级（100 万）、地市级（60 万）、县区级（30 万）。综合测算下来，人社和公积金信息化市场空间为 28 亿/年。

图表 9. 存量市场（人社+公积金）空间测算

部门层级	部门数量	人社	公积金
中央级	1	300	-
省级	31	3,100	3,100
地市级	334	26,720	20,040
县区级	2851	142,550	85,530
合计（万）	-	172,670	108,670

资料来源：中国采招网，中银证券

注：31 个省市自治区（根据实际情况测算未包含港澳台）

金民工程+医保增量弹性达 208%。通过上述详细测算，四大细分市场空间规模达到 86 亿/年，其中金民工程增量为 23.7 亿/年，医保局新建系统市场总量达 28.4 亿/年，2020-2022 年市场增量弹性达到 208%。

图表 10. 2020-2021 年四大细分市场空间测算

市场分类	存量市场		增量市场	
	人社	公积金	民政	医保
细分市场				
市场空间（亿/年）	17	11	23.7	28.4
合计（亿/年）	28		58.4	

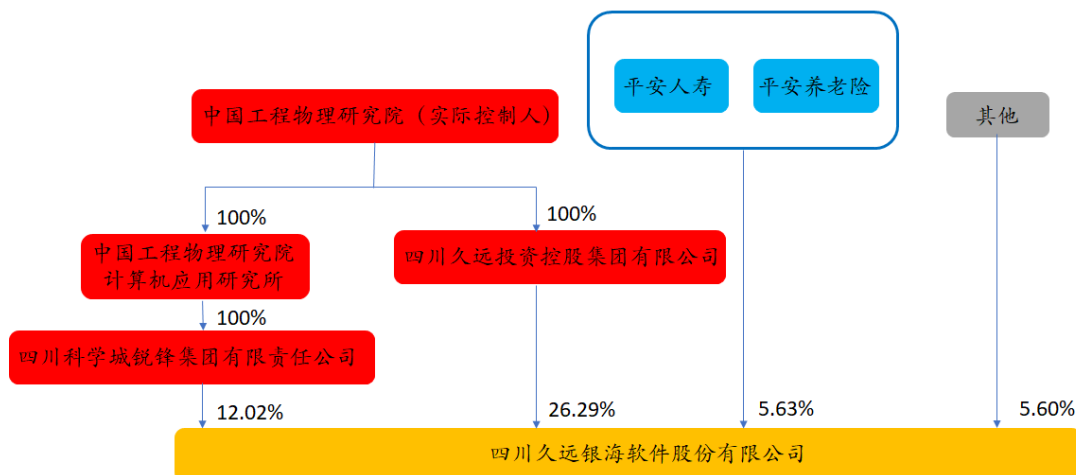
资料来源：中银证券

平安加持强化混改预期

传承中物院优秀基因，发展自主可控+军民融合

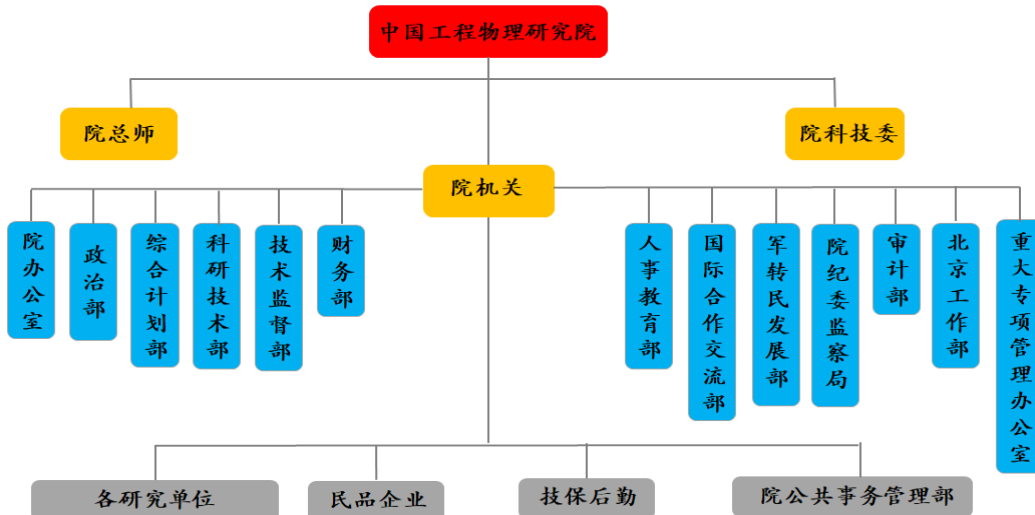
公司起源于中物院，国资研究基因特色鲜明，基础扎实稳健。中国工程物理研究院（以下简称“中物院”）为公司实控人，合计持有近 38.3% 股权。中物院是国家科研计划单列的唯一的核武器研制生产单位，是以发展国防尖端科学技术为主的集理论、实验、设计、生产为一体的综合性研究院。中物院作为实控人，公司主要受益于三个方面：（1）传承扎实的研究基础，比如在大数据、智慧城市理论创新方面敢于领先，落地到项目实施中非常严谨高效。（2）国资背景助力承接党政订单，公司客户主要集中在党政领域，强大的国资研究机构背景成为客户选择厂商的重要门槛标准之一。（3）更易承接军民融合业务。中物院依然以军品业务为主，民品业务为辅助，在研发产品时离不开信息化系统支持（电子公文、办公系统），因此国产化的军民融合信息系统可以直接采购公司现有产品，并且川渝地区军工科研院所较多，信息化系统具有较强的普遍适用性，公司凭借在中物院的口碑开始获取其他科研客户的订单。

图表 11. 主要股权结构



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 中物院组织架构



资料来源：中物院官网，中银证券

加码研发，持续迭代。公司传承扎实研发基因，在研发投入、基础研究和产品迭代三方面成效显著。

(1) 研发投入方面：2019 年研发人员数量占员工比达到 21.7%，创历史新高，同时研发支出占比在 2018 年开始上升至 13% 以上，增长明显，2019 年维持在 12% 以上。(2) 基础研究方面：2019 年新启动技术平台研发与技术管理体系建设项目和数字政务与智慧城市行业基础研究项目，围绕“八化”（云化、中台化、微服务化、互联网化、国产化、智能化、研发运维一体化、标准化）推进技术研发，以及开展民政、人社、住房金融、智慧城市等行业的基础研究。随着基础研究加大，2019 年研发费用达到 8,539 万，同增 90.4%。(3) 产品迭代方面，成功完成 Ta+3Cloud V5.0 核心技术平台升级研发，完成容器云、服务集成、应用运行监控、运维服务 2.0、一体化政务服务管理、公共服务等平台研发；持续演进视界·大数据分析平台和见智·人工智能平台。其中自主研发的数据中台产品“视界”，在医疗医保、数字政务、智慧城市等领域广泛应用，并于近期新中青海省医保系统项目中的政务中台子包。

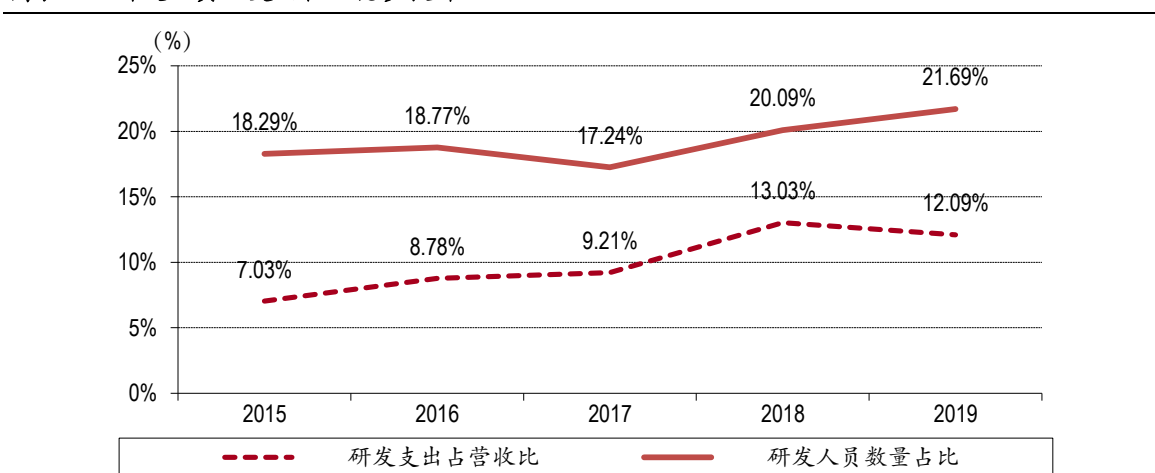
图表 13. 公司四大技术平台产品



资料来源：公司官网，中银证券

“揭榜挂帅”机制将有效激活研发效率。2020 年政府工作报告中提出“提高科技创新支撑能力，实行重点项目攻关‘揭榜挂帅’，谁能干就让谁干”。公司兼具中物院传统扎实研究基因作风和充分市场竞争活力，在人才培养和研发计划方面有切实保障。2019 年完成核心技术平台升级研发，完成容器云、服务集成、应用运行监控、运维服务 2.0、一体化政务服务管理、公共服务等平台研发。

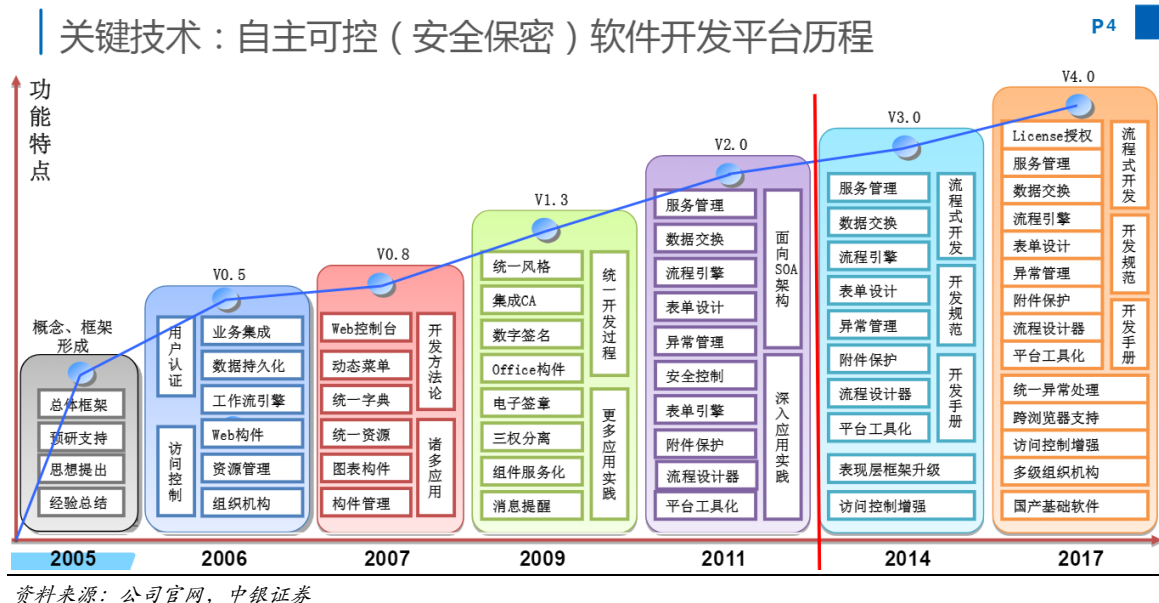
图表 14. 研发人员及支出占比稳步提升



资料来源：万得，中银证券

依托中物院，提供自主可控安全产品。公司已经建设四川省自主可控工程实验室和自主可控安全保密联合实验室，并与飞腾、龙芯等国产 CPU、国产操作系统、国产中间件等厂商战略合作，依托自主可控开发平台，实现了应用软件全面用上“中国芯”。公司已具备涉密综合办公、电子公文、电子会议、保密管理等可在纯国产自主可控软硬件计算环境下运行的系统。在中物院系统积极发展军民融合业务时，可以使用公司所研发的国产软件适配系统。

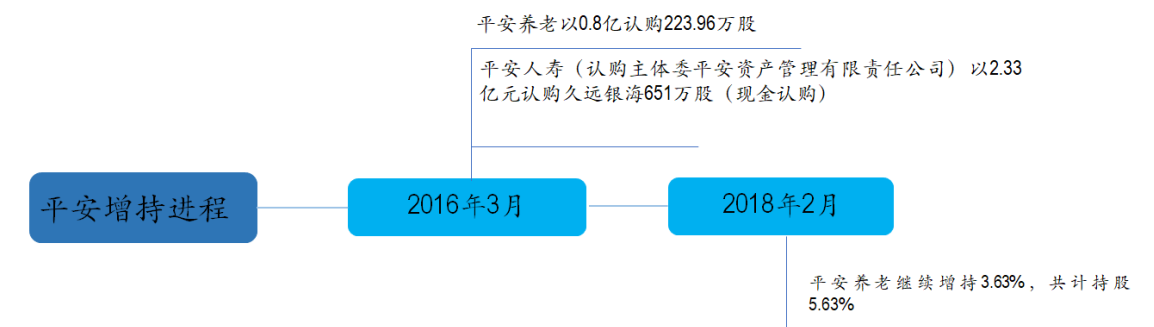
图表 15. 公司自主可控软件开发平台



平安系加持，存深入混改预期

混改典范：平安增持入股，带来民企灵活性和医疗医保业务客户合作。在2016年，平安人寿（认购主体为平安资产管理有限责任公司）以2.33亿元认购久远银海651万股，平安养老以0.8亿认购223.96万股，后续在2018年2月增持3.63%，共计持股5.63%。平安入股彰显国内产业资本巨头对公司长远发展非常看好。根据平安近期举牌情况，其存在继续加持的市场预期。具体而言，平安近年来不断加持医院端和医保局信息系统建设，未来重点在于健康信息数据的获取及利用，因此和传统IT龙头厂商合作不断，公司在医疗医保赛道卡位优势明显，对于巨头的吸引力显而易见。

图表 16. 公司获得平安集团不断增持



资料来源：万得，中银证券

国企混改成功典范，混改延续较好预期。像中物院类似的科研院所是国内高精尖科技水平的最高代表，科研院所改制并参与到市场化竞争当中，所能释放的红利效益将是巨大的。从股权结构和管理层面来看，公司属于市场化竞争程度较高的科研院所企业，目前平安为代表的战略投资机构已经前瞻入股并参与业务合作当中。随着未来混改试点扩散和深化，公司继续深化混改的预期依然存在。

部委建设模式利于头部厂商，增长质量在改善

我们根据各个下游领域大客户中标情况可以简要分析市场竞争格局态势。

图表 17. 业务领域中的主要竞争对手

领域	细分领域	厂商	基本情况
医疗信息化	院端	卫宁健康	院端 IT 龙头厂商，已经近 6000 多家客户
		创业慧康	院端 IT 领先厂商，已经积累 5000 多家客户
	药店	卫宁健康	创新业务在医药领域优布局，“药联体”合作成员逾 7 万家，成为创新业务中增长最快的子板块
		阿里健康	背靠阿里，医药电商平台龙头，线上自营店、加盟店实力较强
民生信息化	民政	太极股份	国资背景，政务信息化领先且参与领域较多，自上而下参与到民政领域
		万达信息	立足浙沪地区，参与到部分民政信息化领域中，基层行政客户较多
	人社	东软集团	预计人社领域市占率达 30-40%，与久远银海为第一梯队，在人社领域传统优势较强
		创智和宇	已经从资本市场退市，“金保工程”承建商，传统；老牌厂商，承建各类民生信息化项目 500 多个
	公积金	东软集团	智慧政务领域较强，顺势进入公积金信息化领域
	医保	卫宁健康	创新子公司卫宁科技为主力，为承建国家局中心端的 9 家厂商之一
智慧城市	偏政务软件应用方向	易联众	国内民生信息服务行业第一家上市公司，同样为承建国家局中心端的 9 家厂商之一
		东华软件	医疗 IT 和智慧城市领域领先厂商，腾讯入股借道发力
军民融合	中物院	南威软件	在政务信息化领域较强，在该领域同样为地域性厂商
		无	无

资料来源：各公司/单位官网，万得，中银证券

图表 18. 四大细分信息化市场系统招标采购参考

领域	招标方	中标项目	中标方	中标金额（万）
民政 (金民工程等)	民政部信息中心	应用支撑平台开发集成项目	四川久远银海软件股份有限公司	1,277
	民政部信息中心	社会福利与慈善业务系统项目 01 包	万达信息股份有限公司	1,077
	山西省民政厅	“金民工程”大数据项目内部控制管理系统	北京用友政务软件股份有限公司	163
人社 (金保工程等)	芜湖市人力资源和社会保障计算机信息管理中心	金保工程应用系统软件维保项目	东软集团股份有限公司	133.7
	人力资源社会保障部金保工程二期数据展示分析应用系统开发项目	金保工程二期数据展示分析应用系统开发项目	浙江网新恩普软件有限公司	79
	宿迁市人力资源和社会保障局	金保工程业务系统维保项目	东软集团股份有限公司	90
公积金	肇庆市住房公积金管理中心	信息管理系统运维项目	华信永道北京科技股份有限公司	38.9
	保山市住房公积金管理中心	业务系统开发维护项目	华信永道（北京）科技股份有限公司	58.5
	雅安市住房公积金管理中心	全国住房公积金数据平台接入及信息化建设项目	久远银海	102.3
医保	国家医保局	医疗保障信息平台建设工程	久远银海、东软集团、卫宁健康等 10 家厂商	1,694
	青海医保局	医保局门户网站、手机移动端 APP	新华网股份有限公司、创智和宇信息技术股份有限公司	285
	广西	DRG 付费结算信息平台采购	招标进行中	402.17（预算）

资料来源：中国招标网，中银证券

注：各厂商的 DRG 产品将按照医保 DRG 版本设计

头部厂商占优，承建核心系统更易自上而下切分省级蛋糕

可以看出，公司在医疗 IT 主要对手是卫宁健康、创业慧康，在民生信息化领域主要对手是东软集团（人社民政领域）、易联众（医保领域），万达信息（人社民政等领域），智慧城市领域主要对手是太极股份、东华软件等，军民融合业务在中物院系统中具有天然的独家优势。

从新增量中标结果来反推出：民生信息化竞争格局在改善，头部厂商优势明显。

一、以民政部最新的“金民工程”一期建设为例，根据中国采招网不完全统计，总体金额为 9,251 万，其中软件系统项目共 8,436 万，久远中标 1,277 万元的应用支撑平台开发集成项目，是金额最大的单一项目，在软件系统中占比超过 15%，并且公司承建项目本质是应用支撑平台，将对“社会救助业务系统”、“公共服务与决策支持系统”等各个子模块形成支撑，承建该平台也反映出久远强大的软件设计能力。

(1) 从“金民工程”承建方可以看出，主要的中标方基本是国内知名的 IT 上市公司，规划咨询项目也由公安部三所、赛迪等知名企业承担，这证明头部厂商具有领先优势。

(2) 根据“金民工程”具体要求来看，到 2020 年底就要在全国试点地区上线，时间节点非常明确并在全国多地同步进行，从研发实施能力和规划设计能力来讲，市场格局正在向头部厂商集中。

(3) 金民工程建设提升标准化要求，金民工程作为 12 项“金字头工程”最后一项，在建设过程中已经借鉴参考其他重大工程的经验教训，要求数据和平台格式趋于统一，标准化程度提升非常明显，能够符合标准化程度的厂商基本是上市公司等大型供应商。

图表 19. 金民工程基本由实力厂商承建

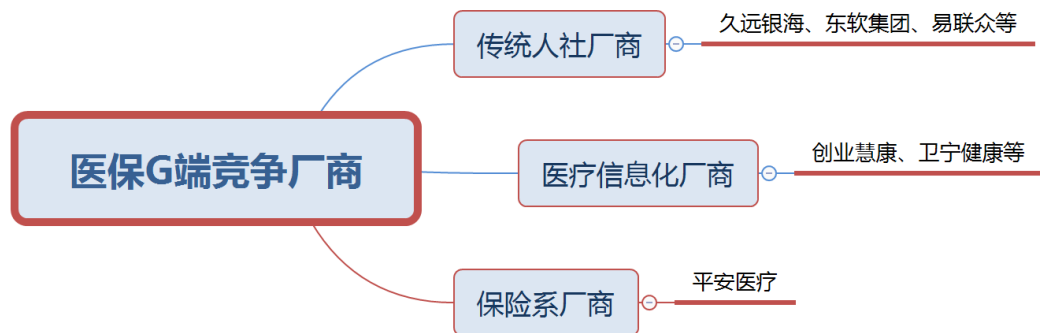
中标项目子包	中标金额 (万元)	中标方
应用支撑平台开发集成项目	1,277	四川久远银海软件股份有限公司 (上市公司)
社会救助业务系统项目 01 包	790	上海速连信息科技有限公司
社会救助业务系统项目 02 包	897	太极计算机股份有限公司 (上市公司)
公共服务与决策支持系统项目 01 包	1,041	东软集团股份有限公司 (上市公司)
公共服务与决策支持系统项目 02 包	1,081	北京久其软件股份有限公司 (上市公司)
社会福利与慈善业务系统项目 01 包	1,077	万达信息股份有限公司 (上市公司)
专项社会事务管理业务系统项目 01 包	717	中科恒运股份有限公司
专项社会事务管理业务系统项目 02 包	880	深圳市永兴元科技股份有限公司
标准规范建设项目	169	北京科迪智标信息技术有限公司
网络安全等级保护测评和咨询项目	258	公安部第三研究所
金民工程一期系统集成项目	676	新晨科技股份有限公司 (上市公司)
监理项目	388	北京赛迪工业和信息化工程监理中心有限公司

资料来源：中国采招网，中银证券

二、医保信息化建设可用“一二三四”进行概括：(1) “建设一个系统”，即建设全国统一医保信息系统；(2) “搭建两级平台”，即搭建国家和省级医保信息平台；(3) “提高三个水平”，即支撑提高全国医保标准化、智能化和信息化水平；(4) “突出四类应用”，即重点推进公共服务、经办管理、智能监管、分析决策的医保信息化应用。

以国家医保局“医疗保障信息平台建设工程应用软件采购项目”为例，中标厂商基本为实力较强的老牌厂商和上市公司，按照行业 IT 建设惯例，预计该项目总体预算将超过 5,000 万左右，而 11 家厂商总中标金额仅为 1,700 万左右，在单一项目中毕竟是亏损的，仅从盈利角度考虑，中小厂商不仅没有能力也没有意愿去承接医保新建项目。

图表 20. 医保 G 端竞争格局



资料来源：国家医保局，中国采招网，中银证券

鉴于医保 G 端和民政端业务均为增量新业务，目前以公司为代表的头部厂商竞争也较为激烈，如久远、东软等老牌人社厂商优势比较明显，因为他们即可做中台软件产品，也可以借助承建核心子系统的优势经验来承建医保核心子系统。相较而言，医疗 IT 厂商如创业慧康、卫宁健康更多承建医保支付及控费平台，而保险系科技公司如平安医疗更专注于医保大数据应用等子模块。

省级医保信息化竞争格局呈现龙头厂商占优局面。从落地的青海山西省医保招标项目看，原有的龙头厂商优势非常明显，比如东软集团之前在青海省人社信息化领域优势明显，平安医疗依托平安集团整体先发优势夺得 1,954 万（包 6 和包 11）大额标单。

图表 21. 青海省医保系统建设招标明细

子项目名称	中标金额（万元）	中标厂商
医保公共服务子系统	1,499	易联众信息技术股份有限公司
电子档案系统	1,038	楚天龙股份有限公司
医保核心业务经办系统	4,970	创智和宇技术股份有限公司
医保内部运行监督管理子系统	3,420	东软集团股份有限公司
医保智能监管分析系统	397	上海金仕达卫宁软件科技有限公司
医保宏观决策大数据应用系统	1,288	平安医疗健康管理股份有限公司
药品和耗材一体化管理系统	297	北京华招易联信息技术有限公司
基金财务管理系统	1,193	北京用友政务软件股份有限公司
学习培训	337	北京执象科技发展有限公司
政务中台	670	四川久远银海软件股份有限公司
系统支撑软件	666	平安医疗健康管理股份有限公司
云监管医疗信息管理系统	339	联通系统集成有限公司（与久远银海联合中标）
项目总集成服务	418	太极计算机股份有限公司
项目监理服务	526	北京易柯森特科技有限公司
项目测评	538	浪潮软件集团有限公司
总金额	26,636	-

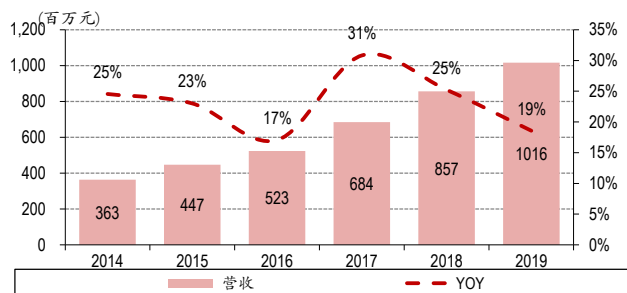
资料来源：中国采招网，中银证券

梳理民生信息化系统中标情况来看，过去五年内公司相继承建了金保工程（人社）、金民工程（民政），基于前期建设优势，在国家医保局系统中顺势承建核心系统子包。未来以公司为代表的头部厂商优势将更加明显，在民生信息化扩容市场中更容易自上而下切分蛋糕。

营收净利 5 年 CAGR 达 23%，中期毛利率可提至 50%+

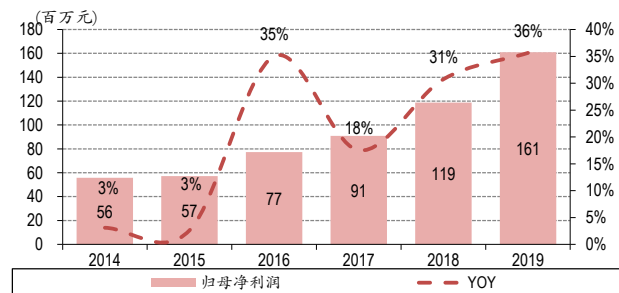
五年内营收和净利 CAGR 达 23% 左右。公司 2019 年营收和净利润增速分别为 17.6% 和 36.1%，增速较高。拉长时间维度观察，2014 年~2019 年营收和归母净利润 5 年 CAGR 分别为 22.8% 和 23.6%，净利润增速自 2017 年逐步加快。

图表 22. 营收 5 年 CAGR 为 23%



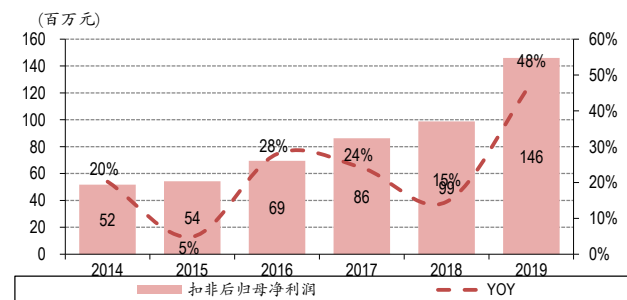
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 净利润 5 年 CAGR 为 24%



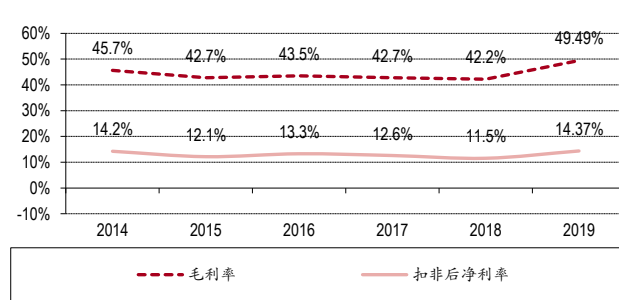
资料来源：万得，中银证券

图表 24. 2019 年扣非后归母净利润增速达 48%



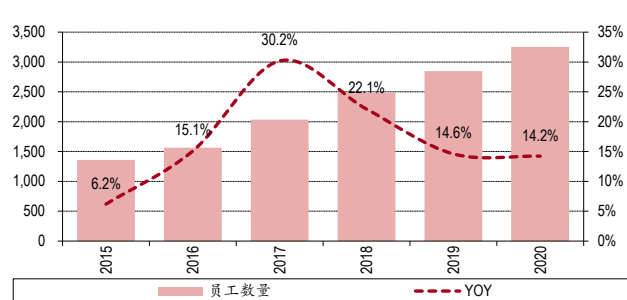
资料来源：万得，中银证券

图表 25. 毛利率及扣非后净利润率在提升



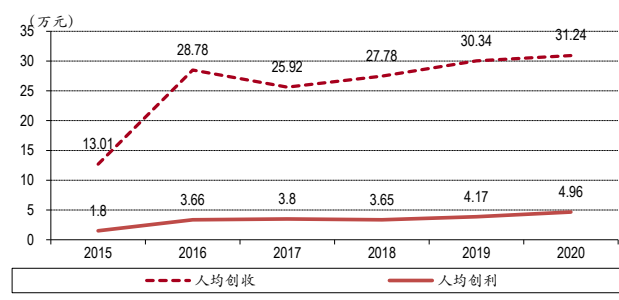
资料来源：万得，中银证券

图表 26. 员工人数增长与业务拓展相匹配



资料来源：万得，中银证券

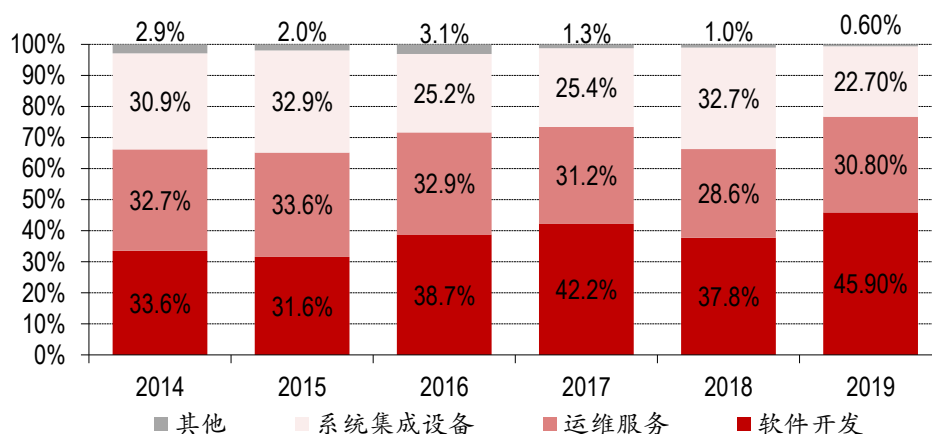
图表 27. 人均创收及创利水平在提升



资料来源：万得，中银证券

2019 年软件及运维业务营收占比超 7 成，预期 2020 年毛利率可延续较好态势变化。2019 年软件开发和运维服务加总收入占比高达 76%，毛利率（55.6%）较高的软件开发业务占比从 2018 年的 38% 提升至 2019 年的 46%，软件业务占比提升带动整体毛利率变化非常明显。根据公司既定战略，未来将继续向较高毛利率的软件销售及技术服务业务倾斜发展，并尽量减少系统集成业务承接量。基于此，或可判断公司整体业务毛利率将继续提升，2020 年有望升至 50% 以上。

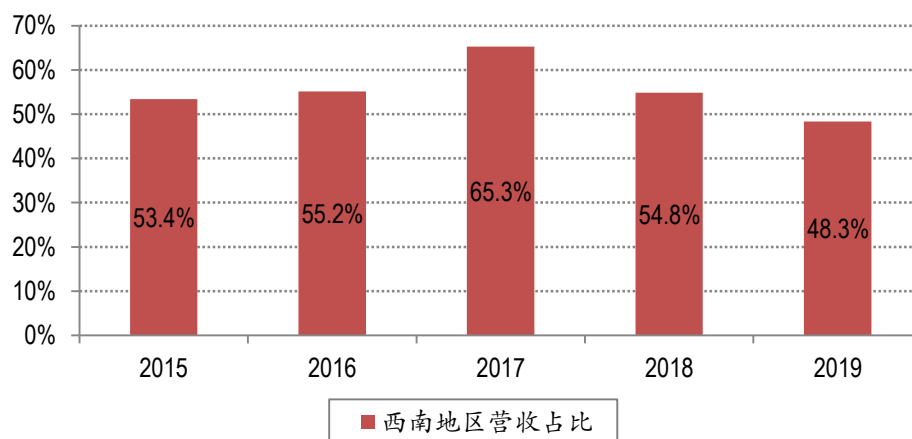
图表 28. 软件产品及运维服务占比提升较快



资料来源：万得，中银证券

立足西南而谋全国。公司立足四川西南地区，将医疗医保业务拓展向全国范围内，带动数字政务和智慧城市业务在全国遍地开花，西南地区营收占比自 2017 年开始逐渐下滑，相应的全国其他地区业务占比提升明显。西南地区营收占比自 2017 年的 65.3% 下滑为 2019 年的 48.3%，全国布局战略成效显著。

图表 29. 2019 年西南地区营收占比滑至 50% 以下



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与投资建议

盈利预测：民生 IT 高增+缩控系统集成，营收与毛利率迎双提升

核心假设：

- (1) **民政及医疗医保医疗营收迎高增长。**今明两年为民政（金民工程）、医保（医保局端）投入建设大年，这两块业务下游边际改善预计将非常明显。根据前文市场空间弹性测算及公司在该行业的领先优势，医疗医保 YOY 为 25-30%，民政 YOY 为 50%，而人社公积金等平稳增长，YOY 为 5-10% 左右，民生信息化年均复合增速在 24% 左右。
- (2) **主动缩减系统集成业务。**根据公司战略发展，未来将主动缩减系统集成业务，公司当前的智慧城市业务主要是面向政务部门的软件应用和平台集成业务，2019 年智慧城市和数字政务营收占比高达 55.5%，相较于 2018 年的 57.6% 已经出现下滑。我们预计在智慧城市业务中的硬件业务占比将会下降，2019 年系统集成业务占比已经下滑 10pct 至 22.68%。
- (3) **年内毛利率提升至 50% 指引后期管理经营。**公司过往毛利率基本在 42-48% 之间，2019 年开始主动缩减系统集成业务且定制软件项目占比提升，毛利率已经提升至 49% 以上，增加非常明显。考虑年内项目执行延续性及软件项目占比提升，预计 2020 年毛利率将提升至 50% 以上，延续该策略预计中期内毛利率也将逐步提升，未来维持在 50%+ 概率较大。

因此，对公司 2019~2022 年各项业务的收入和利润情况拆分并预测如下。

图表 30. 公司分板块拆解业务预测

(人民币：百万)	2019A	2020E	2021E	2022E
软件				
收入	466.64	603.74	842.22	1,123.52
YOY(%)	43.02	29.38	39.50	33.40
成本	207.42	265.65	366.36	494.35
毛利	259.14	338.09	475.85	629.17
毛利率(%)	55.53	56.00	56.50	56.00
运维服务				
收入	313.76	382.79	513.51	663.15
YOY(%)	27.14	22.00	34.15	29.14
成本	117.31	156.94	204.89	263.93
毛利	190.48	225.84	308.62	399.21
毛利率(%)	60.71	59.00	60.10	60.20
系统集成				
收入	230.51	223.59	218.23	216.05
YOY(%)	(18.41)	(3.00)	(2.40)	(1.00)
成本	186.53	186.53	179.38	177.16
毛利	43.98	38.01	38.84	38.89
毛利率(%)	19.08	17.00	17.80	18.00
其他				
收入	5.48	7.25	9.35	12.01
YOY(%)	(35.91)	32.23	29.00	28.50
成本	2.14	3.62	5.14	8.29
毛利	3.34	3.62	4.21	3.72
毛利率(%)	60.95	50.00	45.00	31.00
合计				
收入	1,016.39	1,217.33	1,583.28	2,014.65
YOY(%)	17.62	19.77	30.06	27.25
毛利率(%)	48.89	49.75	52.27	53.16

资料来源：万得，中银证券

图表 31. 营收按照行业划分增速

(%)	2019A	2020E	2021E	2022E
医疗医保	22.00	21.56	27.00	25.00
数字政务	18.61	19.11	39.34	34.91
智慧城市	(0.42)	16.00	15.00	10.00
军民融合	32.38	20.00	19.00	18.00
其他	41.74	30.00	20.00	15.00

资料来源：万得，中银证券

注：公司年报中将数字政务及智慧城市归为同一行业，为验证行业增速，我们将其详细拆分

图表 32. 主要费用率变化

(%)	2019A	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.67	10.00	10.20	9.80
管理费用率	11.03	11.00	10.80	10.60
研发费用率	8.40	8.20	8.10	8.00

资料来源：万得，中银证券

投资建议：赛道扩容确定性强，20H2 将迎验证

预计 2020~2022 年净利润为 2.31、3.33 和 4.40 亿元，EPS 为 0.73、1.06 和 1.40 元，对应 PE 为 37、26 和 19 倍。

医疗医保业务估值对比卫宁健康、创业慧康两家公司，估值均值为 56 倍。

数字政务及智慧城市业务对比太极股份和南威软件，估值均值为 28 倍。

从综合估值角度看，公司 2020-2021 年估值为 42/31 倍，相较而言被低估。

公司核心竞争力是部委级别的软件平台，产品化可助力估值提升，H2 增速有望得到验证，合理估值区间应为 50 倍左右。

图表 33. 可比公司市盈率对比

业务领域	公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS			PE		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
民生 IT	卫宁健康	300253.SZ	23.32	0.24	0.35	0.49	96	67	47
	创业慧康	300451.SZ	16.10	0.28	0.38	0.52	57	43	31
数字政务及 智慧城市	太极股份	002368.SZ	40.20	0.81	1.2	1.65	50	34	24
	南威软件*	002065.SZ	11.95	0.36	0.51	0.64	33	24	19
平均值							59	42	30
久远银海							53	37	26

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止最近一个交易日，标*股票采用万得一致预测

在人社公积金等原有业务稳定增长基础上，2020-2022 年受益于民政医保医疗市场扩容，公司积极布局全国业务，订单及业绩释放速度预计将逐步加快。

同时，在新冠疫情影响实体经济的大背景下，政府确保民生保障资金只增不减，民生信息化行业投入增速依然可观，公司所在的 G 端细分赛道具有选择比较优势。综合判断，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- (1) **政策催化需求扩容不及预期**：民生信息化市场受政策催化带动非常明显，若上游政策发生较大变动或者推动力度不及预期，将导致市场需求增长不及预期，导致总体市场空间缩减影响业绩。
- (2) **竞争加剧导致全国市场拓展效果不及预期**：医疗医保作为公司核心业务，开始向全国布局拓展，但该细分市场面临较多的强有力竞争对手，市场竞争加剧可能导致该业务拓展不及预期。
- (3) **军民融合业务发展受限**：军民融合业务主要面向中物院体系内，长期看业务空间瓶颈非常明显，后期存在发展受限的可能性。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	864	1,016	1,217	1,583	2,015
销售成本	(502)	(522)	(622)	(769)	(961)
经营费用	(172)	(255)	(333)	(430)	(548)
息税折旧前利润	189	239	262	383	505
折旧及摊销	(21)	(26)	(31)	(34)	(36)
经营利润(息税前利润)	169	213	232	350	469
净利息收入/(费用)	(6)	(7)	(11)	(14)	(19)
其他收益/(损失)	23	20	22	26	30
税前利润	154	198	280	405	534
所得税	(21)	(16)	(22)	(32)	(42)
少数股东权益	14	20	28	40	53
净利润	119	161	231	333	440
核心净利润	119	161	231	333	440
每股收益(人民币)	0.378	0.514	0.734	1.061	1.400
核心每股收益(人民币)	0.380	0.514	0.735	1.061	1.401
每股股息(人民币)	0.137	0.088	0.196	0.232	0.340
收入增长(%)	25	18	20	30	27
息税前利润增长(%)	50	26	9	51	34
息税折旧前利润增长(%)	46	26	10	46	32
每股收益增长(%)	31	36	43	44	32
核心每股收益增长(%)	31	35	43	44	32

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	154	198	280	405	534
折旧与摊销	21	26	31	34	36
净利息费用	6	7	11	14	19
运营资本变动	14	(73)	297	(116)	440
税金	(7)	3	(22)	(32)	(42)
其他经营现金流	34	9	(356)	73	(359)
经营活动产生的现金流	221	171	240	378	629
购买固定资产净值	72	13	49	31	40
投资减少/增加	(35)	7	7	7	7
其他投资现金流	(467)	(37)	(99)	(61)	(80)
投资活动产生的现金流	(430)	(17)	(43)	(24)	(33)
净增权益	(43)	(28)	(62)	(73)	(107)
净增债务	0	(75)	0	0	0
支付股息	43	28	62	73	107
其他融资现金流	389	(47)	39	(59)	(88)
融资活动产生的现金流	389	(122)	39	(59)	(88)
现金变动	180	31	236	295	507
期初现金	581	761	803	1,039	1,333
公司自由现金流	(209)	153	197	354	595
权益自由现金流	(215)	71	186	340	577

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	761	803	1,039	1,333	1,840
应收帐款	239	325	316	541	535
库存	316	287	476	440	720
其他流动资产	12	8	15	14	22
流动资产总计	1,610	1,679	2,241	2,653	3,478
固定资产	95	93	90	83	76
无形资产	149	162	186	192	202
其他长期资产	62	73	65	68	66
长期资产总计	305	328	341	342	344
总资产	1,957	2,045	2,619	3,031	3,858
应付帐款	68	96	97	143	156
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	648	651	936	1,002	1,430
流动负债总计	716	747	1,033	1,145	1,585
长期借款	75	0	0	0	0
其他长期负债	51	50	51	50	50
股本	314	314	314	314	314
储备	847	914	1,083	1,343	1,676
股东权益	1,161	1,228	1,397	1,657	1,990
少数股东权益	95	111	139	179	232
总负债及权益	1,957	2,045	2,619	3,031	3,858
每股帐面价值(人民币)	3.70	3.91	4.45	5.28	6.34
每股有形资产(人民币)	3.22	3.39	3.86	4.67	5.69
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.18)	(2.56)	(3.31)	(4.25)	(5.86)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.9	23.5	21.5	24.2	25.1
息税前利润率(%)	19.5	21.0	19.0	22.1	23.3
税前利润率(%)	17.8	19.5	23.0	25.6	26.5
净利率(%)	13.7	15.9	18.9	21.0	21.8
流动性					
流动比率(倍)	2.2	2.2	2.2	2.3	2.2
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)	1.8	1.9	1.7	1.9	1.7
估值					
市盈率(倍)	71.4	52.5	36.8	25.5	19.3
核心业务市盈率(倍)	71.0	52.5	36.7	25.4	19.3
市净率(倍)	7.3	6.9	6.1	5.1	4.3
价格/现金流(倍)	38.4	49.7	35.3	22.4	13.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	41.2	32.1	28.4	18.6	13.1
周转率					
存货周转天数	237.3	210.7	223.7	217.0	220.2
应收帐款周转天数	90.9	101.3	96.1	98.7	97.4
应付帐款周转天数	32.6	29.4	28.9	27.6	27.0
回报率					
股息支付率(%)	36.3	17.0	26.7	21.9	24.3
净资产收益率(%)	14.2	13.5	17.6	21.8	24.1
资产收益率(%)	8.9	9.8	9.1	11.4	12.6
已运用资本收益率(%)	3.0	3.0	4.0	4.9	5.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

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，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。所有本报告期内使用的商标、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