

紧抓京津冀智慧城市趋势，布局发展稳中有胜

暂无评级

2021 年 11 月 12 日

证券分析师 王紫敬

执业证号：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	301.22	421.00	541.63	651.54
同比（%）	-14.64%	39.76%	28.65%	20.29%
归母净利润（百万元）	42.83	60.28	74.76	85.34
同比（%）	-14.58%	40.74%	24.02%	14.15%
每股收益（元/股）	0.85	1.20	1.49	1.70
P/E（倍）	n.a	n.a	n.a	n.a

投资要点

■ **城镇化率趋势不断提高。智慧城市带动信息系统集成前景广阔。**软件和信息技术服务业是国家战略性新兴产业，是国民经济和社会信息化的重要基础。智慧城市是运用集成等新一代信息技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式。主要受下游需求拉动，面对 B、G 端企业。根据住建部数据，我国城镇化进程稳步推进，到 2030 年，我国常住人口城镇化率仍需在 2019 年 60.60% 的基础上提升近 7 个百分点。城镇化的需求促进智慧城市快速增长，未来仍存在增长潜力。智慧城市市场规模增长迅速，德勤预计于 2021 年达到 18.7 万亿市场规模，尤其在智慧政务、智慧物流、智慧医疗等领域表现出强劲潜力。行业理解、运维能力与强综合能力是智慧城市厂商所具备的主要竞争力。

■ **项目实施经验丰富，牢抓智慧城市需求。**行业的竞争主要体现在经验、技术、资质等方面。公司从早期的系统集成服务商，逐步发展为智慧城市领域的信息化综合解决方案服务商，十几年深耕河北地区的系统集成与智慧城市业务，积淀行业经验与技术的同时保证客户关系的开拓与维系，渠道优势明显；对云计算、物联网、大数据、GIS、人工智能等新一代信息技术的灵活运用建立行业技术壁垒，目前产品已实现平台快速部署、适配多元应用场景等核心特质。公司具备完善的项目实施资质，内容涵盖软件设计、安全维护、系统集成、建筑施工等核心业务，为持续稳定的业务开拓保驾护航。

■ **借助京津冀区域协同发展趋势，有序布局谋求省外发展。**根据 2019 年收入口径统计智慧城市业务，公司在廊坊市内的市占率约为 30%，河北省内市占率约为 2.76%，常年深耕智慧城市，丰富的经验与良好的行业口碑是公司拓展业务的强力背书。在深耕地区业务、深度把握行业竞争优势的同时，省内业务将进一步开拓。智慧城市群模式的提出，有利于形成地区发展特色和合理的产业分工与协同。政策规划之下，京津冀城市群作为中国北方经济的核心区，河北将对信息技术、新能源等产业着重开发，为公司提供极佳的政策性发展红利。公司也在不断凭借树立标杆项目开拓省外业务，并在扩展的有序布局中建立辐射不同区域的运营服务中心和研发中心。所处河北的地理优势以及在省外业务的积极布局，将为公司在京津冀智慧城市群建设中谋求新的发展提供机遇。

■ **盈利预测与投资评级：**公司是信息系统集成服务行业中的区域性公司，业务主要集中于政校医商类。志晟信息目前处于快速发展和开拓新业务期，随着企业和政府信息化，国产替代的加速，公司未来发展空间广阔。因此我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 4.21/5.42/6.52 亿元，归母净利润为 0.6/0.75/0.85 亿元，建议关注。

■ **风险提示：**对政府采购存在依赖的风险；业务区域度集中的风险；市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

发行价（元）	6.80
一年最低/最高价	NA
市净率（倍）	1.36
流通 A 股市值（百万元）	NA

基础数据

每股净资产（元）	5.00
资产负债率（%）	31.26
总股本（百万股）	64.64
流通 A 股（百万股）	NA

内容目录

1. 聚焦三大领域，专注区域性智慧城市服务	4
1.1. 系统集成为主，专注智慧城市信息化项目解决方案	4
1.1.1. 具备为智慧城市提供完整一体化解决方案的能力	5
1.1.2. 县域智慧城市和智慧城市行业应用为公司主要方向	6
1.2. 收入稳定增长，研发持续投入	7
2. 智慧城市下游应用丰富，信息系统集成行业前景开阔	9
2.1. 智慧城市的意义与产业链结构	10
2.2. 智慧城市的发展是城镇化发展的结果	11
2.3. 智慧城市向数据深度融合，集成作用凸显	13
2.3.1. 顶层设计统筹城市开发，智慧城市标准趋于规范化，促进智慧城市落地实践	14
2.3.2. 城市大脑赋能智慧城市，数据资源由条线为主向条块结合转变	14
2.3.3. 智慧城市复杂性催生智慧城市整体运营商	14
2.4. 智慧城市厂商所具备的核心素养	15
3. 深耕廊坊市场，积极拓展市外业务	16
3.1. 沉淀智慧城市经验和技能，助力公司业务拓展	16
3.1.1. 经验资质与行业新技术构建护城河	16
3.1.2. 行业理解与口碑保证项目实施质量	18
3.2. 借助京津冀区域优势，逐步向省外发展	19
4. 盈利预测	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年 3 月 31 日)	4
图 3: 2018-2020 公司业务收入占比情况 (%)	5
图 4: 公司智慧城市业务总体技术架构	5
图 5: 智慧城市业务结构图	6
图 6: 2014-2020 年公司营业收入 (亿元) 及增长率	7
图 7: 2014-2020 年公司净利润 (亿元) 及增长率	7
图 8: 公司业务在省内业务收入占公司总营收 (%)	8
图 9: 公司业务在廊坊市内外收入占河北省总收入 (%)	8
图 10: 2018-2020 年公司智慧城市业务毛利率	8
图 11: 2018-2020 年可比公司研发费用率 (单位: %)	9
图 12: 2018-2020 年公司“三费”和三费费用率 (单位: 亿元, %)	9
图 13: 2011-2019 年软件和信息技术服务业收入及增长情况	9
图 14: 智慧城市的技术参考模型	10
图 15: 智慧城市产业链	11
图 16: 2000-2019 中国城镇常住人口和城镇化率 (亿人, %)	11
图 17: 2018 年中国智慧城市市场份额比例	12
图 18: 2015-2021 年中国智慧城市市场规模预测 (单位: 万亿元)	12
图 19: 智慧城市发展阶段	13
图 20: 因地制宜发展成为智慧城市趋势	19
图 21: 大城市与经济发达地带仍为智慧城市主要试点	20
表 1: 公司智慧城市行业下游应用方向	7
表 2: 城市化带来诸多问题	12
表 3: 智慧城市顶层设计原则 (2018)	14
表 4: 新兴技术在公司集成中的应用	17
表 5: 公司专利	18
表 6: 2019、2020 年河北省服务业民营企业 100 强榜单中 6 家可比公司与志晟信息情况	21
表 7: 志晟信息盈利预测 (单位: 亿元)	22

1. 聚焦三大领域，专注区域性智慧城市服务

具备区域影响力的智慧城市集成服务商。志晟信息成立于2004年，2016年进入新三板创新层。公司主要面向河北省内政府机构和企事业单位，围绕“政务、产业、民生”三大领域，提供智慧城市的信息化项目方案设计、软件研发、系统集成、运营服务等服务，主要业务有智慧城市业务、运维及服务、硬件销售。

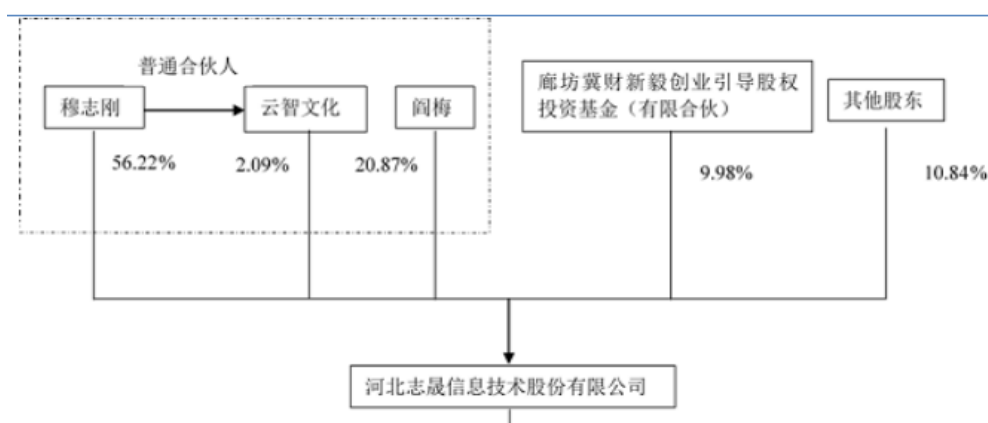
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权高度集中，发展目标明确。截至2021年11月12日，公司董事长穆志刚持股比例56.22%，同时担任总经理职务。公司第二大股东阎梅持股比例为20.87%，任绩效中心负责人。二者为夫妻关系，合计拥有志晟信息79.18%的表决权，为公司的实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至2021年11月12日）



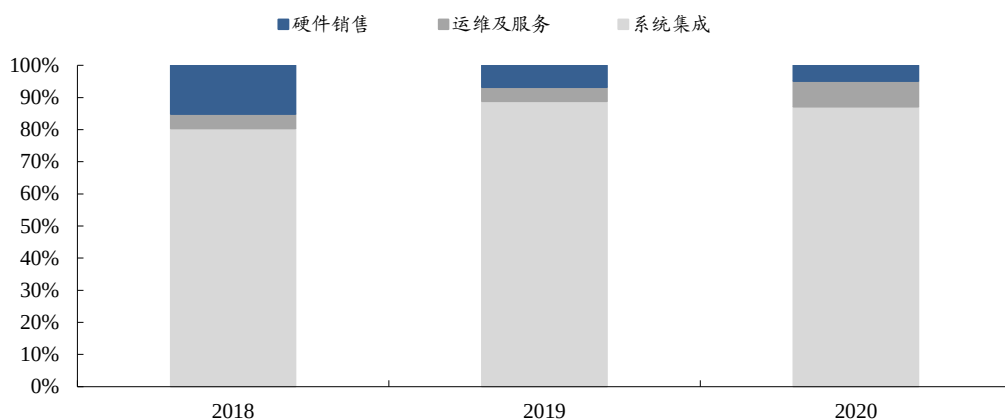
数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

1.1. 系统集成为主，专注智慧城市信息化项目解决方案

围绕核心领域，通过融合高新技术以及自主研发为用户提供综合解决方案。公司主要业务涵盖智慧城市领域的信息化项目方案设计、软件研发、系统集成、运营服务等。

公司围绕“政务、产业、民生”核心领域，融合大数据、云计算、物联网、GIS、人工智能等技术，通过自主研发形成信息化行业产品，为用户提供智慧城市综合解决方案；并利用在智慧城市领域多年积累的技术优势与行业经验，为用户提供可持续的运营管理服务。2018-2020 年，公司系统集成业务收入占总收入比重维持在 80%以上；运维服务的收入占比从 4.51% 上升至 1.83%；硬件销售收入占比从 15.14% 下降至 4.87%。

图 3：2018-2020 公司业务收入占比情况（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1.1. 具备为智慧城市提供完整一体化解决方案的能力

以集成业务为中心，布局智慧城市行业应用行业。集成是公司的核心业务，也是公司未来发展所依靠的核心支柱，公司通过集成所布局的智慧城市业务主要分为县域智慧城市业务和智慧城市行业应用。

图 4：公司智慧城市业务总体技术架构



数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

基础设施层是智慧城市的基础设施，主要包括各类采集设备、感知设备；网络传输设备；存储设备、计算设备和安全设备等。

数据层将整合整个城市在运行、运营过程中所产生和归集的用户画像、政务服务、公共服务等各类城市数据，实现城市数据资源的共建共享，为城市大脑更深层次的数据分析、数据挖掘提供数据支撑。

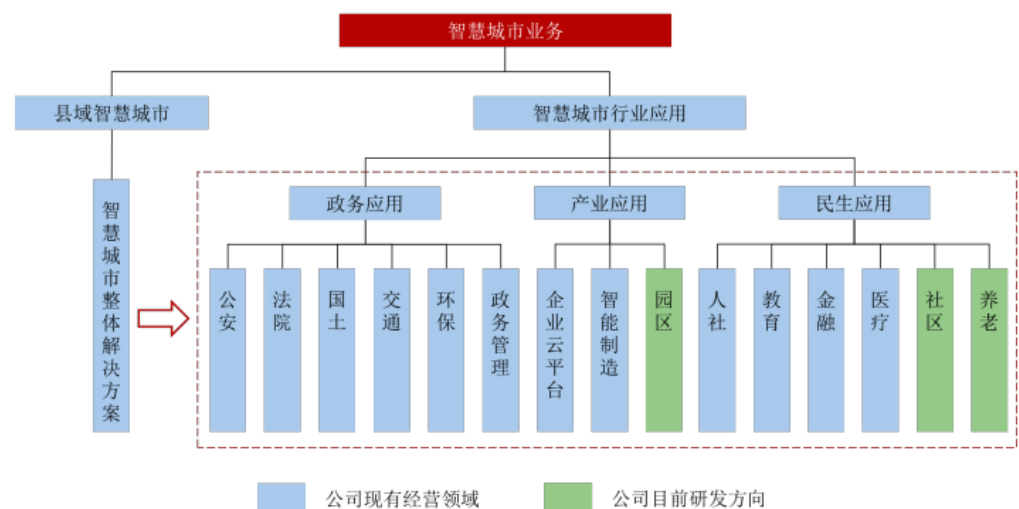
城市大脑包括城市感知中台、城市 AI 中台及智慧城市四大支撑平台（即一张图实时感知平台、大数据分析与决策支持平台、视频融合平台和指挥调度与监督考核平台）。其中城市感知中台支撑城市物联网设备数据接入，实现城市各项数据的实时感知监测。城市 AI 中台是应用人工智能技术的技术性平台，通过对获取的各类城市数据进行预处理、算法训练，实现针对日常数据资源的智能化识别、分析和预警。

行业应用层聚焦智慧城市在政务管理、产业发展、民生服务三大领域中不同细分行业的信息应用建设，包含各委办局的业务应用，按照智慧城市的标准体系实现集约化建设，优化各委办局内部业务运行效率，并作为“城市大脑”的数据源，与“城市大脑”进行数据对接，充实大数据分析决策支撑平台的数据仓库。

1.1.2. 县域智慧城市和智慧城市行业应用为公司主要方向

以县域智慧城市为方向，为客户提供整体解决方案。公司的县域智慧城市业务是站在一个城市的角度进行顶层设计，实现全县（区）内跨部门、跨行业的数据资源和信息化资源共享，实现行政区划内的管理提升，支撑城市日常运行、管理决策、应急指挥；促进产业转型升级、助力经济发展提速增效；聚焦民生服务，提高城市居民的幸福感和获得感。

图 5：智慧城市业务结构图



数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

以行业应用为主，布局政务、产业和民生三大领域。公司的智慧城市行业应用则是主要服务于智慧城市中的政务、产业、民生三大领域，从单个行业、单个政府部门的信息化应用出发提升管理水平，促进业务开展，实现该细分行业内的数据资源和信息化资源共享。

民生应用包括 2018 年的廊坊市出租车管理处的网约车平台、管理系统等项目，2019 年的固安县融媒体中心建设项目，以及 2020 年香河县新华街智慧社区项目。

行业应用方面由于业务涉及细分行业较多，承接智慧城市业务主要通过公开招标等形式，使得公司每年承接的具体智慧城市细分行业应用变化较大。

政务管理领域业务则面向公安、教育和交通领域等。

表 1: 公司智慧城市行业下游应用方向

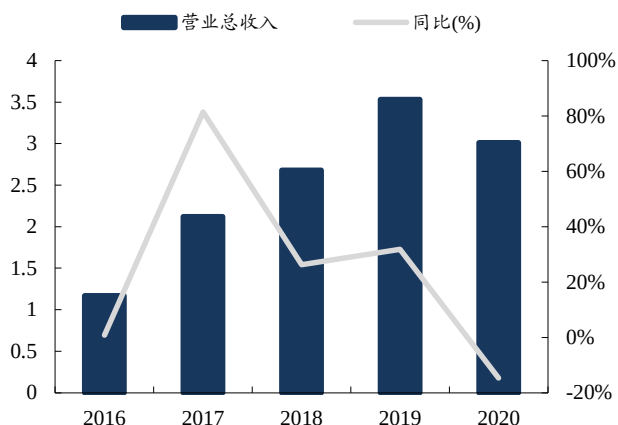
领域	细分领域	解决问题
政务	公安、法院、国土、交通、环保、政务管理等	提升城市管理能力、公共安全水平、应急处理能力、指挥调度水平为目的。
产业	企业云平台、智能制造	落实慧企政策、优化政企服务、纾解企业诉求、助力企业转型升级。
民生	人社、教育、医疗、金融等	对城市居民的各种民生需求做出响应，提供各类便民、惠民服务。

数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

1.2. 收入稳定增长，研发持续投入

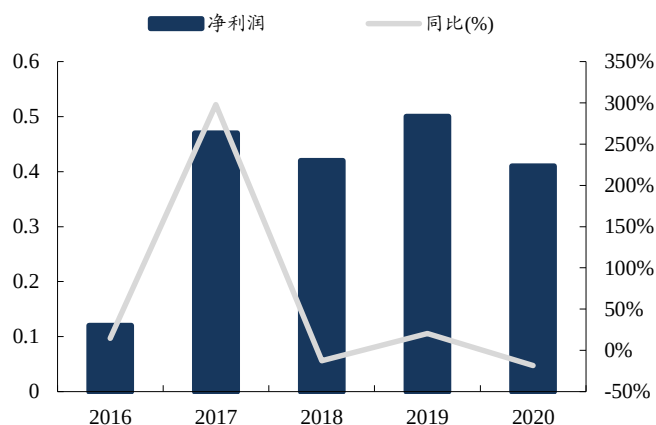
营业收入稳定增长，未来空间乐观。2020 年营业收入为 3 亿元，同比下降 15%，公司净利润 0.41 亿元，同比下降 18%。公司营业收入在 2020 年下滑，主要是受疫情影响，部分项目工期延后，因此交付的项目较 2019 年减少，导致确认的营业收入减少。

图 6: 2016-2020 年公司营业总收入（亿元）及同比增长率



数据来源：wind，东吴证券研究所

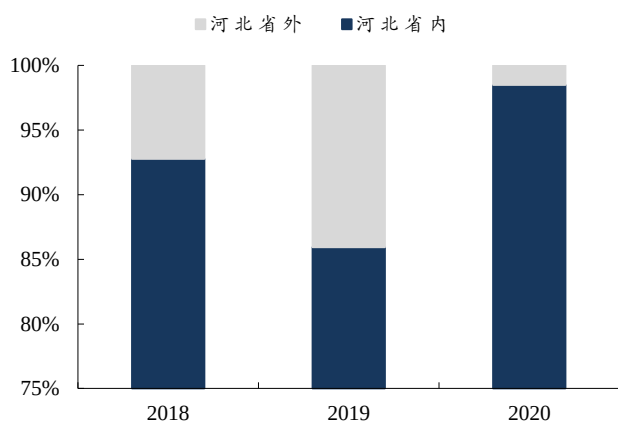
图 7: 2016-2020 年公司净利润（亿元）及同比增长率



数据来源：wind，东吴证券研究所

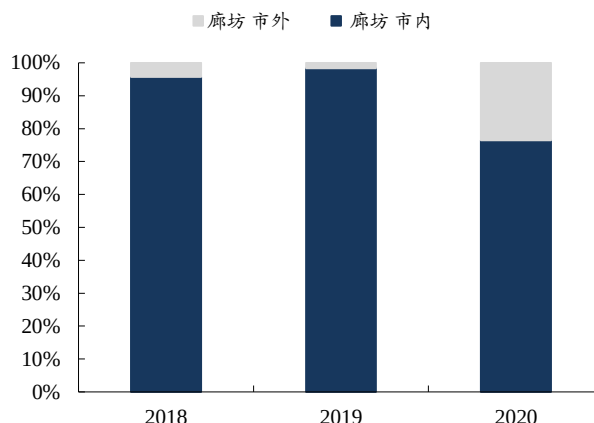
业务区域集中度较为明显，市外业务拓展成果初现。公司业务主要分布在河北省境内，2020 年公司在河北省境内业务占比高达 98.5%。河北省境内中，公司业务集中于廊坊市。公司依托于河北省及廊坊市政府对智慧城市建设的的高度重视、采取聚焦战略，全面深入参与河北省智慧城市建设的，形成具有竞争力的产品、示范案例以及标准化服务体系，为开拓全国市场奠定基础。2018-2020 年公司积极布局廊坊市外业务，成效初步显现，2020 年廊坊市外业务占河北省内业务比重上升至 23.21%。

图 8: 公司业务在省内外业务收入占公司总营收 (%)



数据来源: 公司公开发行说明书, 东吴证券研究所

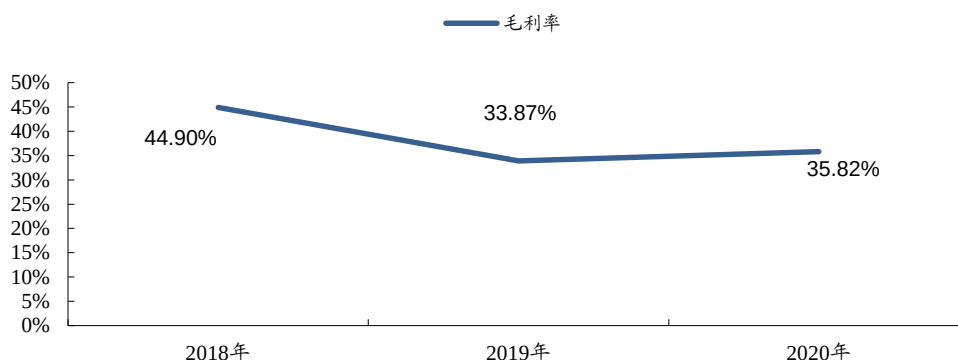
图 9: 公司业务在廊坊市内外收入占河北省总收入 (%)



数据来源: 公司公开发行说明书, 东吴证券研究所

智慧城市毛利率维持在较高水平，具备核心竞争力。公司 2020 年智慧城市毛利率为 35.82%。2019 年智慧城市业务毛利率下降，主要受廊坊智慧人社项目的影响，且 2019 年该项目主要合同义务已于以前年度完成，该年度主要合同义务运营推广服务毛利率较低，导致项目的毛利率下降。公司整体毛利维持在较高水平，仍然具备招标的高竞争力。

图 10: 2018-2020 年公司智慧城市业务毛利率

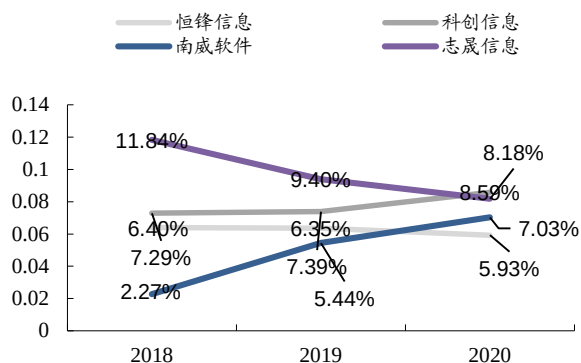


数据来源: wind, 东吴证券研究所

研发费用投入有助于构建技术壁垒。智慧城市行业需要 5G、物联网、大数据和云计算等信息技术的支撑，因此持续投入技术和产品的研发是提高竞争力的关键。公司近

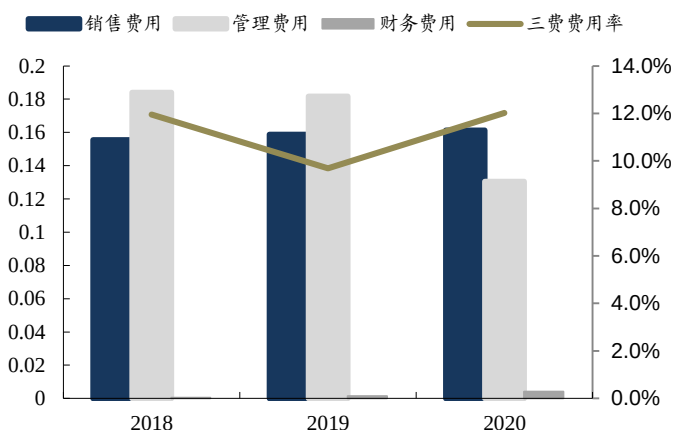
3年平均研发费用率为9.8%，未来将持续加大投入，进一步提供公司竞争力，构建技术壁垒。同时公司三费控制得当，提高经营效率。

图 11: 2018-2020 年可比公司研发费用率 (单位: %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 12: 2018-2020 年公司“三费”和三费费用率 (单位: 亿元, %)

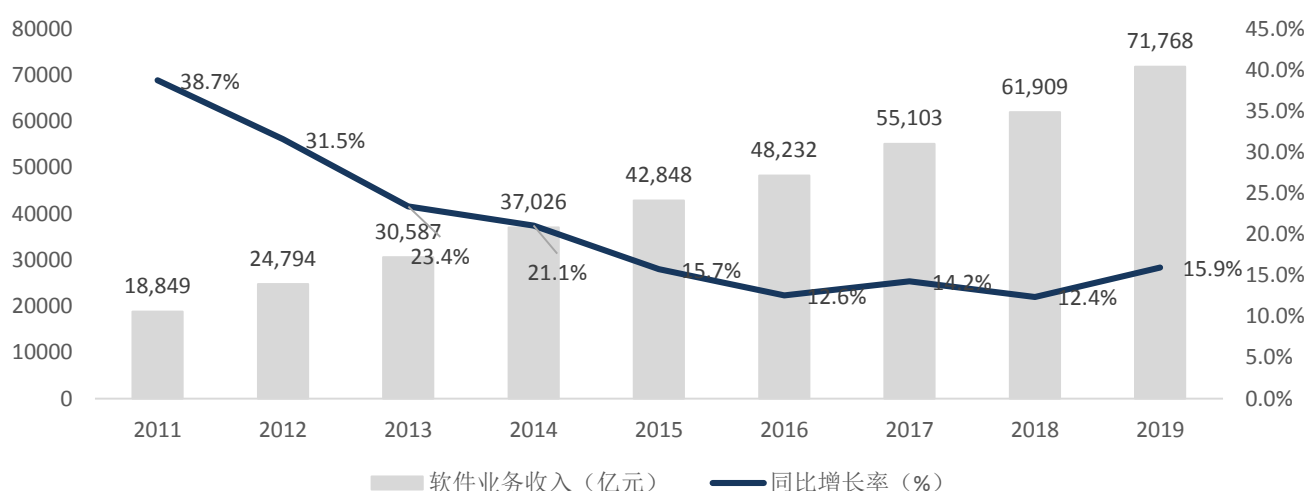


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 智慧城市下游应用丰富，信息系统集成行业前景开阔

软件和信息技术服务业是国家战略性新兴产业，是国民经济和社会信息化的重要基础。随着互联网的快速发展以及国内对软件和信息技术安全的日益重视，近年来我国软件和信息技术服务业取得了长足的进步，目前正处于高速发展的成长期。根据工信部公布的数据，2011 年至 2019 年期间我国软件和信息技术服务业收入从 18,849 亿元增长至 71,768 亿元，复合增长率高达 18.19%。

图 13: 2011-2019 年软件和信息技术服务业收入及增长情况



数据来源: 公司公开发行说明书, 东吴证券研究所

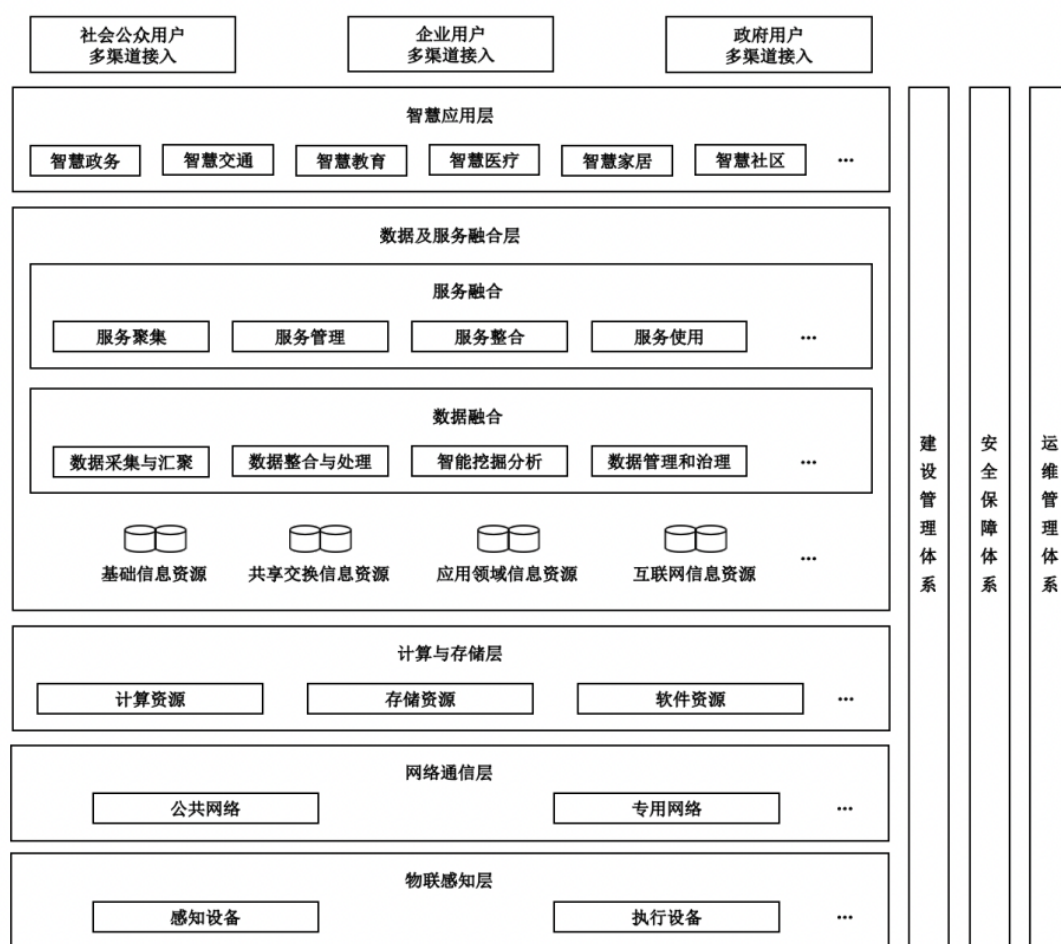
新兴技术的应用为行业的长远发展增添动力。伴随云计算、大数据、物联网、移动互联网、人工智能、虚拟现实等新一代信息技术的快速演进，中国软件和信息技术服务

业迎来了实现跨越发展的战略机遇期。这是我国构建全球竞争新优势、抢占新工业革命制高点的必然选择，行业因此受到国家重点支持和鼓励。

2.1. 智慧城市的意义与产业链结构

智慧城市是运用物联网、云计算、大数据、空间地理信息集成等新一代信息技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式。根据国家市场监督管理总局、国家标准委共同发布的《GB/T37043-2018 智慧城市术语》，智慧城市的建设和需求目标，是从业务、数据、应用、基础设施、安全、标准、产业七个维度和各维度之间的关系出发，对业务架构、数据架构、应用架构、基础设施架构、安全体系、标准体系及产业体系进行设计。

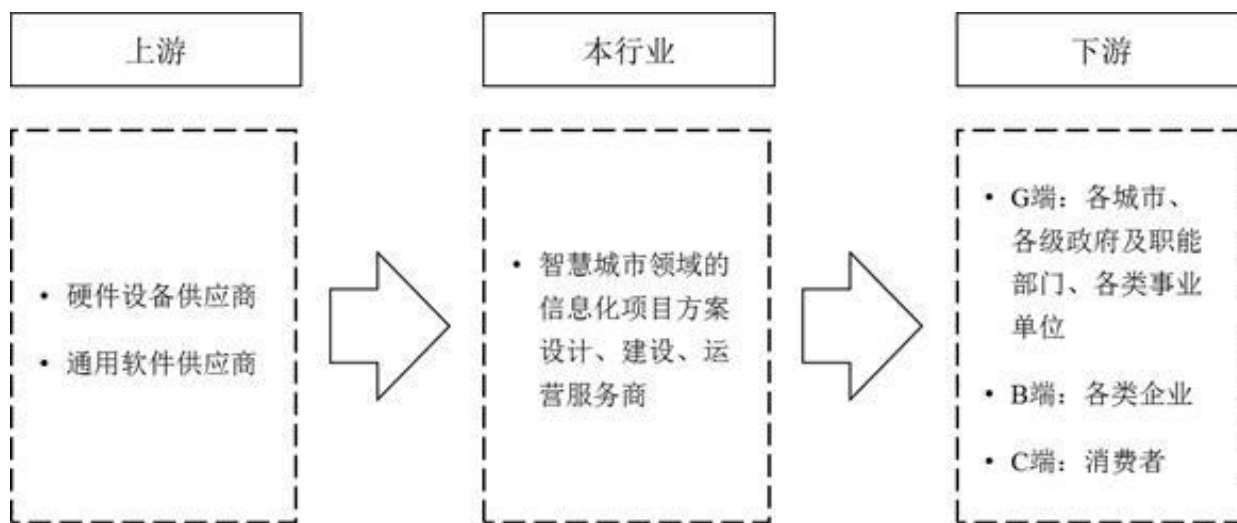
图 14: 智慧城市的技术参考模型



数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

智慧城市受下游需求拉动，且对上游议价能力强。智慧城市行业的上游主要为硬件设备供应商和通用软件供应商。上游行业属于充分竞争行业，硬件产品和通用软件产品供应充足、可选择性强。智慧城市对上游行业供应商的议价能力较强，企业对项目运作的利润空间拥有较强的主动性。

图 15: 智慧城市产业链



数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

下游对智慧城市项目拉动性强，主要面对 B、G 端企业。智慧城市所覆盖的细分行业和应用领域众多，因此智慧城市行业的下游客户主要包括各城市、各级政府及职能部门、各类事业单位等 G 端用户，各类大中型企业等 B 端用户和部分 C 端消费者。下游客户对智慧城市产品的先进性、可靠性、稳定性、便捷性要求较高，使得公司必须不断加大在技术创新方面的投入，以更好的满足下游客户的需求。

2.2. 智慧城市的发展是城镇化发展的结果

我国城镇化进程稳步推进。2019 年我国常住人口城镇化率达到了 60.60%，相比 2000 年提高 24pct。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016-2030）》，提出到 2030 年，我国常住人口城镇化率要达到 70%，目前仍有近 10 个百分点的距离，我国城镇化发展仍有较大的提升空间。

图 16: 2000-2019 中国城镇常住人口和城镇化率（亿人，%）



数据来源：国家统计局，公司公开发行说明书，东吴证券研究所

城镇化的迅速扩张向城市治理提出更高要求，技术赋能下的智慧城市成为最具发展潜力的解决方案。城镇急速扩张下的拥堵、污染、安全、管理等问题日益突出。同时，城市系统复杂度提升、需求多样化程度提高，要求城市运转更加高效、管理更加精细，这为智慧城市的发展留下广阔空间。

表 2：城市化带来诸多问题

人口挑战	中国总人口数接近 14 亿，城市人口达到 8.3 亿，人均基础设施严重不足，住房资源稀缺、房价高居不下
城市废弃物挑战	中国 57% 的垃圾的处理方式是填埋，全国城市垃圾堆存累计侵占土地超过 5 亿平方米，每年经济损失高达 300 亿元
交通挑战	大城市平均通勤时间在 30 分钟以上，北上广平均通勤距离在 15km 以上
健康挑战	超过 75% 的中国人处于亚健康状态，到 2020 年，生活不能自理而需要医疗养老服务的老年人将突破 2000 万
通信挑战	通讯需求上升，对城市网络基础设施建设、运营商的网络运维能力构成挑战
污染挑战	城市空气污染成为城市居民健康的头号威胁，城市噪声污染影响市民居住质量
教育挑战	自 2007 年至 2016 年间，中国政府教育支出翻了 3 倍，但中国生均教育经费支出省际差距明显，北京高中生均教育经费是河南省的 8.7 倍

数据来源：德勤，东吴证券研究所

智慧城市行业当前处于快速增长阶段，未来存在增长潜力。在国家政策和地方政府的大力扶持下，同时受益于物联网、云计算、大数据等技术的快速突破，我国智慧城市市场规模呈现高速增长。根据德勤发布的《超级智能城市 2.0》研究报告，我国智慧城市市场规模自 2015 年的 1.9 万亿元增长至 2019 年的 10.5 万亿元，年均复合增长率高达 53.3%；预计至 2021 年，我国智慧城市市场规模将达到 18.7 万亿元，并正处于快速增长阶段。在 2013 年至 2018 年的六年间，由各地方政府委托的智慧城市项目的中标数量从 12 个激增到 162 个。

图 17：2018 年中国智慧城市市场份额比例

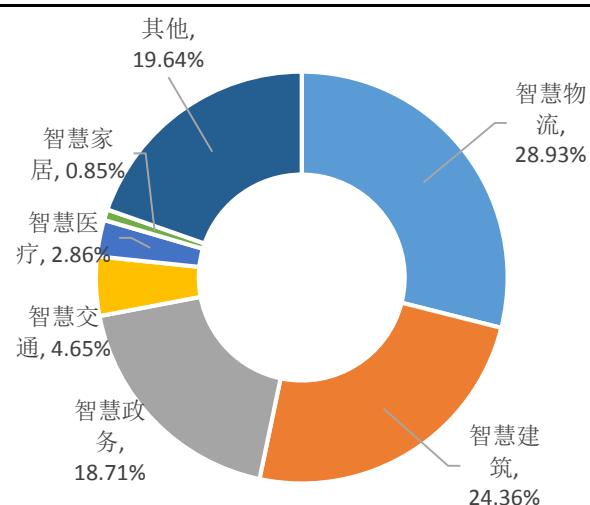
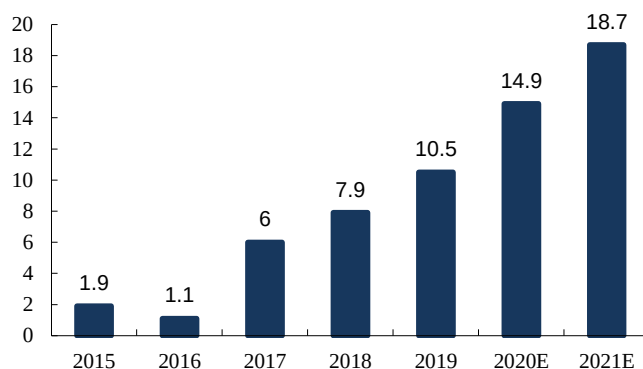


图 18：2015-2021 年中国智慧城市市场规模预测（单位：万亿元）



数据来源：德勤，东吴证券研究所

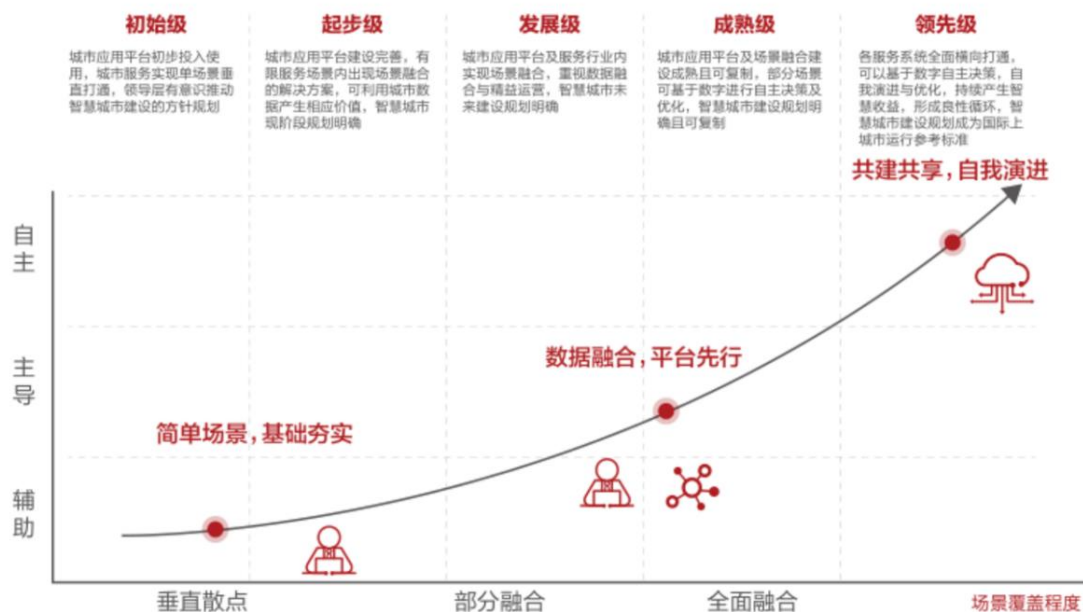
数据来源：德勤，公司公开发行说明书，东吴证券研究所

各地政府积极推进智慧城市项目建设，因地制宜探索具备地区特色的下游应用。各地政府积极推进智慧城市顶层设计与规划和基础设施、公共服务等项目的落地，所有副省级以上城市、超过 89% 的地级及以上城市、47% 的县级及以上城市均提出建设智慧城市。根据前瞻产业研究院发布的《2020 年中国智慧城市发展研究报告》，综合统计住建部、科技部、工信部、国家测绘地理信息局、国家发改委所发布的智慧城市试点政策，我国智慧城市试点数量累计已达 749 个。同时，各省市智慧城市建设的重点和发展路径又各不相同，在落实总体行动计划下，不断推进“智慧政务”“智慧教育”“智慧医疗”“智慧交通”等具体领域实践，探索适合本地智慧城市建设的重点和发展路径。

2.3. 智慧城市向数据深度融合，集成作用凸显

智慧城市正朝向数据深度融合、共建共享的高水平状态发展，系统集成作用愈发突出。在理念、技术与经验的多方助力下，智慧城市建设正在从低水平的单场景城市服务平台逐渐发展至，与各城市数据系统实现更深层次互联耦合、搭建综合集成平台实现数据的再处理、全面融合与覆盖多场景的精益化应用。在共建共享的概念引领下，各服务系统的横纵向全面打通，可以基于云计算、人工智能、大数据等提供数字自主决策支持，推进城市治理体系的自主、智能演进与优化，持续产生智慧收益的同时形成良性循环，更新迭代全局性的发展理念与集成流通的数据全面融合的技术实践。

图 19：智慧城市发展阶段



数据来源：华为，东吴证券研究所

2.3.1. 顶层设计统筹城市开发，智慧城市标准趋于规范化，促进智慧城市落地实践

2019年1月，我国正式实施了《GB/T36333-2018 智慧城市顶层设计指南》，顶层设计成为智慧城市建设实施的前提。顶层设计指统筹考虑项目各层次和各要素，只有在统揽全局的视角下设计治理体系，才能有效避免数据孤岛、重复建设、可扩展性不足以及缺乏政策指引等潜在问题。从规划开发设计阶段便引入智慧城市发展理念，结合城市建设的不同阶段配置智慧城市基础设施，并通过持续的运营和服务为城市创造价值，才能顺利推进项目开展、实现各领域协调统一。

表 3：智慧城市顶层设计原则（2018）

以人为本	以“为民、便民、惠民”为导向
因城施策	宜依据城市战略定位、历史文化、资源禀赋、信息化基础以及经济社会发展水平等方面进行科学定位，合理配置资源，有针对性的进行规划和设计
融合共享	以“实现数据融合、业务融合、技术融合、以及跨部门、跨系统、跨业务、跨层级、跨地域的协同管理和服务”为“目标”
协同发展	体现数据流在城市群、中心城市以及周边县镇的汇聚和辐射应用，建立城市管理、产业发展、社会保障、公共服务等多方面的协同发展体系
多元参与	开展智慧城市顶层设计过程中应考虑政府、企业、居民等不同角色的意见及建议
绿色发展	考虑城市资源环境承载力，以实现“可持续发展、节能环保发展、低碳循环发展”为导向
创新驱动	体现新技术在智慧城市中的应用，体现智慧城市与创新创业之间的有机结合，将智慧城市作为创新驱动的重要载体，推动统筹机制、管理机制、运营机制、信息技术创新

数据来源：德勤，东吴证券研究所

2.3.2. 城市大脑赋能智慧城市，数据资源由条线为主向条块结合转变

为解决信息协同和有效管理等难点问题，越来越多城市引入“城市大脑”。目前的智慧城市建设，在面对不同厂家、不同系统连接标准、不同应用主体、不同行业与领域等障碍时，数据孤岛难以真正打破，智慧城市建设效果并不理想。通过建立城市数据共享交换平台，建设综合性城市管理数据库，实现各智慧应用领域的数据信息共享，结合地理信息和人工智能等信息技术应用，将建筑、街道、管网、环境、交通、人口、经济等领域实时运行情况用数据反映出来，推动形成用数据说话、用数据决策、用数据管理、用数据创新的城市管理新方式。

因城施政，大型城市与中小城市将同步发展，智慧城市建设重点逐步向县域地区普及延伸。在智慧城市发展过程中，城市规模不论大小，均可根据自身城市特性采取合适的建设方案，智慧城市应用类型将高度多样化、差异化，并成为城市提高竞争力的手段。另一方面，随着我国智慧城市建设不断引向深入，智慧城市建设呈现出明显的从大中城市向中小城市尤其是县域地区普及的发展态势。

2.3.3. 智慧城市复杂性催生智慧城市整体运营商

智慧城市发展的复杂化和专业化将催生“智慧城市运营商”这一行业新物种。“智慧城市运营商”帮助政府进行智慧城市的建设、运营和管理。在智慧城市运营商的帮助下，政府部门可以通过购买服务的方式减少自身的管理成本，获得更专业和多样的服务，智慧城市运营商也可以向使用者和其他企业提供增值服务并盈利。智慧城市运营商将成为政府部门与城市使用者之间的关键桥梁，促进智慧城市的建设和整体发展。

目前我国智慧城市建设基本是通过政府牵头进行投资建设和运营，不仅受到政府财政收支平衡情况等问题的限制和影响，同时还面临业务的运营、推广以及后期维护等困难。因此，智慧城市项目建设完成后，必须要探索成熟的可持续发展模式。随着智慧城市需求日益明朗，以及民众接受度的提升，政府要设计合理的商业模式，开放相应的数据资源，培育真正意义上的智慧城市建设和运营服务商，为城市提供专业化的业务运营和增值服务。

智慧城市设计公共服务等各领域，安全与维护不断提升。智慧城市的建设涉及了城市政务管理以及电信、交通、传媒、卫生、教育等各个公共服务领域，智慧城市系统安全与维护的重要性将不断提升。智慧城市建设是以信息化作为支撑的，对于智慧城市建设带来的信息资源整合与共享，信息在采集、传输、存储、管理和使用过程中的安全成为重中之重。同时，随着物联网在工业生产、居民生活等领域的深入，信息安全问题对实体城市安全的影响也越来越重要。而随着智慧城市系统的复杂度提升，大多数城市尚不具备系统性维护城市网络安全的能力，对安全厂商和系统安全解决方案的需求必将快速增长。

新型智慧城市建设应更加重视城市信息安全隐患的消除，要更加坚持创建“管理、业务、保密、技术、安全”一体化设计，抓好城市大数据中心、城市大脑、城市工控系统等重点领域的安全保障，构建全天候、一体化的网络空间安全防护体系，保障城市各类信息和数据的安全。

2.4. 智慧城市厂商所具备的核心素养

（1）以方案设计、软件开发、系统集成、建设实施和运维运营为核心的经营模式

具备细分领域行业理解与强综合能力是智慧城市厂商所具备的主要竞争力。智慧城市领域的信息化项目方案设计、建设、运营服务商的核心价值主要体现在：

1. 是否具有丰富过往项目案例和项目管理经验，能够凭借丰富的行业经验积累的项目直觉，更快、更准的洞察客户需求，针对行业客户的实际情况设计出个性化、差异化并具备可行性的智慧城市建设实施方案；
2. 是否能够为客户选择恰当的基础硬件和通用软件，并与自主研发能力相结合，提供一个满足客户需要的智慧城市综合解决方案；
3. 是否具备项目管理和实施能力，保证项目的落地实施，并顺利实现智慧城市建设

与城市原有的政务、产业、民生等领域生态的融合，向客户快速交付建设成果；

4. 是否能够在项目建成后提供长期、及时、高效的运维和运营服务。

（2）后期运维和运营是智慧城市行业客户的关注重点

行业内多采取协议的方式，在要求智慧城市运营管理机构提供运维服务的同时，客户也将智慧城市的运营管理交给运营管理机构来完成，从而可以较好地保证系统的稳定、高效运行。同时，运营管理机构在提供平台运营管理服务的过程中，分析用户的个性化需求和反馈的问题，为用户进一步提供增值服务并实现自身业务的持续增长。因此智慧城市建设为城市管理者在选择供应商时会着重参考供应商能否提供长期、及时、高效的运维服务，从而发挥各系统的长期应用价值。

（3）行业经验和典型项目是客户选择供应商的重要依据

智慧城市行业没有统一的标准化解决方案，需要“因城施策”。客户在筹备智慧城市建设时大多倾向于选择在智慧城市业务领域具有丰富项目成功经验、熟悉行业特性的供应商来提供综合解决方案。因此，这一行业特有的模式会持续推动具备优秀技术实力、了解行业客户需求、拥有大量项目经验的优势企业在行业内建立口碑，通过典型项目带动后续业务的进一步扩大发展。

3. 深耕廊坊市场，积极拓展市外业务

3.1. 沉淀智慧城市经验和技術，助力公司业务拓展

3.1.1. 经验资质与行业新技术构建护城河

满足差异化服务是智慧城市“因城施策”的首要重点。智慧城市行业根据各个城市的特点和需求进行差异化、个性化定制。且是一个要素复杂、应用多样、相互作用、不断演化的综合性、复杂性系统，因此行业内客户在招投标或选择供应商时，除了对技术的要求之外，同时还有对项目能否成功落地、能否满足实际使用需求的担忧。具有丰富行业经验积累的提供商能够更快、更准地洞察客户需求，为客户提供更合适的方案，顺利实现智慧城市建设与城市原有的政务、产业、民生领域生态的融合，并保证项目的落地实施、快速交付。由此可知，经验壁垒是本行业新进入者的首要障碍。

在县域智慧城市领域，公司已在香河、隆化、廊坊经济技术开发区等地成功实施落地；在智慧城市行业应用方面，公司成功完成了如警务大数据智能平台项目、生态环境大数据监管指挥平台项目、政务电子信息系统平台项目、企业云平台项目、智慧人社平台项目、教育信息化项目、非法集资登记与处置平台系统项目等。多年来公司专注于智慧城市领域，已积累了丰富的项目实施经验，为公司提供了有力的竞争优势。

行业资质保障项目建设与运用的及时性和稳定性。公司所处行业涵盖的业务领域众多，对智慧城市领域的信息化项目方案设计、建设、运营服务各种不同维度的能力都提

出了较高要求。行业客户为保障项目建设、运营的及时性和稳定性，一般会选取具备相关资质、能够证明自身综合实力的服务商，因此拥有丰富、齐全资质的企业在项目招投标和项目承接方面具有明显的优势。经过多年发展，公司成为行业内资质体系齐全的企业之一。公司拥有河北省安全技术防范系统设计、安装、维修壹级资质、CMMI5 软件成熟度认证、涉密信息系统集成乙级资质、CCRC 信息安全服务贰级资质、ITSS 信息技术服务运行维护标准叁级资质、增值电信业务经营许可证等多种类别的资质。

行业新兴技术融合，并应用不同场景是智慧城市方案解决商的护城河。智慧城市建设涉及到众多的应用领域，而不同应用领域的技术标准和功能需求差异化很大。这一行业特性决定了智慧城市综合解决方案提供商不仅需要深入了解和掌握云计算、物联网、大数据、GIS、人工智能等新一代信息技术，还要能够将各种相关技术相互融合，组合运用于各种不同的应用场景，对综合技术水平要求较高。行业新进入者在综合解决方案的研发环节的实现中具有一定的难度，也构成了本行业的技术壁垒。

公司从早期的系统集成及信息技术服务商，逐步发展为智慧城市领域的信息化项目方案设计、建设、运营服务商。公司在针对智慧城市业务所需的各类软件平台和产品功能模块的研发过程中，一般需要解决某个产品的特定问题或者某类别产品的共性问题。公司通过竞品分析、前沿技术文献查阅等方式，确定技术攻关目标，进行技术攻关可行性分析，实施针对性的技术研发，逐渐形成了自身的核心技术，并取得了相关专利和软件著作权，拥有智慧城市领域充足的技术积累。

公司研发运用新技术例如云计算、大数据等给公司集成业务带来不可或缺的加持。新型智慧城市建设过程中主要应用的技术包括大数据、云计算、物联网、BIM、GIS、人工智能、5G 等。这些新兴技术的不断涌现和迭代发展对智慧城市行业的发展方向具有重要影响，促使城市从传统模式不断向智慧化发展，城市的运行和治理体系发生重大变迁。

表 4：新兴技术在公司集成中的应用

云计算	利用云计算的弹性部署和水平扩展能力，以及微服务框架和负载均衡技术，基于虚拟化技术、分布式数据存储计算、列存数据库、大规模数据管理技术、并行编程模式等技术融合应用，研发微服务基础开发平台
物联网技术 在公司业务 中的具体应 用	物联网是智慧城市数据采集的感知系统，公司基于 NB-IoT 技术、RFID 技术、NFC 技术、UWB 技术、蓝牙技术、Wi-Fi 技术，通过打造通用的物联网接入平台和数据采集处理平台
GIS（地理信 息系统）技术	以二三维一体化技术为基础框架，融合了倾斜摄影、BIM、WebGL 等三维技术，通过统一数据处理与发布、统一地图底层技术接口标准化封装，用于统一适配多种地图和 GIS 系统

在公司业务 厂商，可为城市各项智慧行业应用的信息化平台建设提供统一标准、统一风格、统一接口、中的具体应 统一数据格式、高规格的地图应用服务用

人工智能技 采用随机森林、KNNk 最邻近、朴素贝叶斯等先进的机器学习算法，应用于智能匹配达到术在公司业 精准度 100%，舆情监测语义识别准确率达到 90%以上，同行车辆分析、隐匿车辆、昼伏务中的具体 夜出车辆、套牌车分析准确率达到 90%以上，有效提高了政府社会治安治理的智能化水平应用

数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

截至 2021 年上半年，公司已拥有 2 项发明专利和 226 项软件著作权，拥有全面的技术和创新能力，深入了解和掌握云计算、物联网、大数据、GIS、人工智能等新一代信息技术，并将各种相关技术相互融合，组合运用于智慧城市的各个应用领域。不断的技术积累和创新帮助公司形成了较高的技术壁垒，不同产品功能模块的研发确保公司在智慧城市的综合解决方案中能够快速研发出符合客户的产品，并且对多种相关技术融合应用保证研发出产品具有优良稳定的性能，从而提高用户满意度，打造公司品牌，助力公司业务的扩张。

表 5：公司专利

序号	专利名称	类型	专利号	申请日期	专利权人
1	基于 WebSocket 协议的环保应急调度系统与方法	发明类型	ZL201710450582.7	2017.6.14	君晟合众
2	一种区域综合环境评价方法、装置及系统	发明专利	ZL201710449145.3	2017.6.14	君晟合众

数据来源：公司公开发行说明书，东吴证券研究所

3.1.2. 行业理解与口碑保证项目实施质量

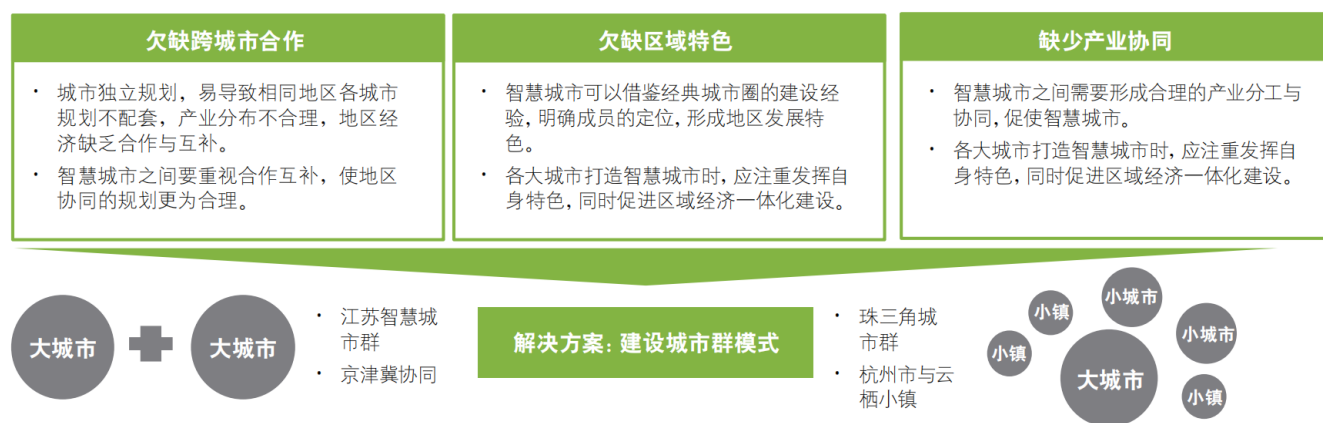
智慧城市建设工程复杂，需要集成厂商具备技术实力与行业理解。智慧城市建设是一项复杂的系统工程，智慧城市产业范围大、领域多、链条长。同时，智慧城市业务涵盖城市管理、运营的各个方面，涉及的行业应用众多，各个细分领域的建设实施要求、具体经营模式均有所不同，因此对智慧城市服务商的技术实力、对各行业的理解以及综合能力提出了很高的要求。

常年深耕智慧城市，丰富的经验与良好的行业口碑是公司拓展业务的强力背书。公司深耕智慧城市领域，拥有丰富的过往项目业绩和建设成果，在县域智慧城市领域，公

司多地项目成功实施落地，在智慧城市行业应用方面，公司已与众多分管不同领域的委办局建立过合作关系，实施完成了相应细分领域的行业应用项目。因此公司能够凭借丰富的行业经验积累的项目直觉，快速准确洞察客户需求，针对行业客户的实际情况设计出个性化、差异化并具备可行性的智慧城市建设实施方案，并通过积累的项目管理和实施能力，保证项目的落地实施。

智慧城市不仅注重实施，更注重未来的持续维护。由于智慧城市建设注重落地实施，要求智慧城市综合解决方案提供商对各城市的政务、经济、文化有充分的了解，且能在建设完成后对智慧城市提供及时、持续的技术维护、日常运营和售后服务。因此**智慧城市的建设一般具有本地化特征**。客户在筹备智慧城市建设时大多倾向于选择在智慧城市业务领域具有丰富项目成功经验、熟悉行业特性的供应商来提供综合解决方案。

图 20：因地制宜发展成为智慧城市趋势



数据来源：德勤，东吴证券研究所

公司客户主打河北省内政府机关、事业单位及行业大中型企业等行业内优质客户，更具党政机关渠道优势。拥有大量项目经验优势而且在河北省内具有较高知名度，多年来，公司一直以项目实施能力和服务质量为核心，产品和服务在业内树立了良好的口碑，以高质量的产品和快速响应的服务受到客户的广泛认可，在行业内享有一定的知名度，连续三年被评为“河北省民营企业服务业 100 强”。成熟的技术可以将优质的产品和建设经验复制、推广，并且借助和行业内重要客户的合作关系获客，从而带动后续业务的扩展，获取大量订单。

3.2. 借助京津冀区域优势，逐步向省外发展

京津冀协同发展打造智慧城市群，公司所处河北具有地理优势，将为公司向省外发展带来机遇。公司地处河北廊坊，位于京津冀城市群，中国北方经济的重要核心区。该地区以建设京津冀世界级城市群为引导，优化城市空间布局，完善城市治理体系，改善城市生态环境，创新城市管理体制，打造各具特色现代化城市群。

京津冀一体化发展为打造智慧城市群模式带来机遇。目前的智慧城市模式缺乏跨城市合作，城市独立规划，易导致相同地区各城市规划不配套，产业分布不合理，地区经济缺乏合作与互补。在智慧城市群的构建中，各城市合作互补，使地区协同的规划更为合理，明确成员的定位，形成地区发展特色和合理的产业分工与协同。

针对城市群发展过程中的环境问题，京津冀协同智慧城市群可以围绕能源问题、环境共生等主体建设智慧城市，做到智慧、绿色、合作、发展。并在京津冀一体化过程中，淘汰钢铁行业、水泥行业落后产能，做到产业承接和升级。

图 21：大城市与经济发达地带仍为智慧城市主要试点

跨城市合作	- 江苏扬子江城市群8大城市中，以南京为核心，以江北新区为桥梁，联通苏南、苏中，跨城市合作有序高效。 - 未来各省市在智慧信息基础设施共建、共享互联民生服务、产业协同等方面前景广阔。扬子江城市群涵盖江苏8城市，经济总量达6万亿。	- 大城市带动小城市这一城市群模式，以珠三角城市群为代表。广州作为核心城市带动珠三角城市智能化。 - 城市带动城镇这一城市群模式，以杭州与桐乡市为代表。杭州云栖小镇依托杭州先进互联网公司，打造以智慧经济为特色的生态小镇。
保持区域特色	- 针对城市群发展过程中的环境问题，京津冀协同智慧城市群围绕能源问题、环境共生等主体建设智慧城市，做到智慧、绿色、合作、发展。 - 江苏城市群着重智慧基础设施与平台一体化，建设江苏省智慧城市群综合接入平台，在政务、民生服务、交通等领域打通城市，智能发展。	- 珠三角城市群着重提升智慧民生水平，建设宽带基础设施。围绕医疗、教育、养老、社保等领域，配合宽带网络，整合市政服务。例如番禺的人口流动系统等。 - 杭州市建设云栖小镇，依托杭州先进互联网公司阿里云公司，打造云计算产业生态聚集地，运用大数据的计算将简单数据变成生产要素。
进行产业协同	- 京津冀一体化过程中，淘汰钢铁行业、水泥行业落后产能；做到产业承接和升级。 - 河北多城市发展信息技术、新能源、现代物流等新兴产业，天津借力北京强化其先进制造业和信息产业，培育现代服务业。 - 三地完成产业协同布局，并通过发展高新产业为智能城市提供经济、技术保证。	- 珠三角城市群中，各城市间进行产业配套发展。广州、深圳作为领头城市发展科技产业；东莞则配套发展先进制造业，建设科技成果转化中心；珠海则依托其优越地理位置，引进高端人才，配合发展科技产业与制造业。 - 杭州市与云栖小镇则在互联网产业方面进行协同，云栖小镇重点发展云计算产业，辅助杭州的信息产业发展。

数据来源：德勤，东吴证券研究所

河北多城市发展信息技术、新能源、现代物流等新兴产业，天津借力北京强化其先进制造业和信息产业，培育现代服务业。三地完成产业协同布局，并通过发展高新产业为智能城市提供经济、技术保证。因此，随着京津冀协同发展的进程加快，共建智慧城市群将成为未来趋势。

地理位置显著，公司有望在智慧城市群中扮演重要角色。由于河北地处北京、天津之间，在项目的沟通和实施上具有地理优势，能够节省成本，因此河北在智慧城市群的共建中将扮演重要角色，发挥关键作用。在“2020 河北省服务业民营企业 100 强榜单”上榜企业中与公司经营相同或相似业务的企业共有 7 家（含公司在内），而公司 2019 年在

七家公司内年度收入排名第一,且在河北省内有较高知名度,具有一定竞争优势。以 2019 年收入为口径统计,公司在廊坊市内市占率约为 30.06%,在河北省内市占率约为 2.76%,属于市场主要参与者之一,业务仍有进一步拓展空间。

表 6: 2019、2020 年河北省服务业民营企业 100 强榜单中 6 家可比公司与志晟信息情况

序号	公司名称	2020 年榜单排名	2019 年度收入规模 (万元)	2019 年榜单排名	2018 年度收入规模 (万元)
1	人天通信集团有限公司	58	34992	65	30089
2	河北万方中天科技有限公司	66	29112	57	46904
3	唐山启奥科技股份有限公司	75	21835	79	19684
4	河北神玥软件股份有限公司	76	21682	84	17244
5	河北信通网络信息技术有限公司	84	18310	83	17471
6	河北世窗信息技术股份有限公司	99	12408	无	9062
	志晟信息	57	35288	67	26761

数据来源: 公司公开发行说明书, 东吴证券研究所

凭借标杆项目成功拓展省外业务。公司实施的香河智慧城市建设项目, 已成为廊坊市乃至河北省的典型示范项目, 凭借成熟的产品与成功经验, 公司完成了河北省外其他地区的项目, 主要包括三河警务大数据项目、固安县融媒体中心建设项目以及中海油多媒体信息发布系统建设项目。

4. 盈利预测

核心假设:

智慧城市业务: 该类业务 2018 年-2020 年一直表现稳定, 2020 年收入下滑主要受疫情影响, 随着数字政府和智慧城市建设加速, 政府机关、事业单位、学校、医院的数字化信息化的需求将逐渐增加, 公司不断投入销售人员来扩展市场, 我们认为该类业务将保持稳定增长, 仍是最大收入来源。因此, 我们分别给予 2021-2023 年 45%、30%、20%的增速。

运维及服务业务: 该类业务主要是后期的项目维护业务, 业务收入增速主要依赖于智慧城市业务, 因此我们给予公司该业务 2021 年 15%的增速, 随着智慧城市业务增长, 公司该业务与智慧城市业务增速相匹配, 我们给予 2022-2023 年 30%、30%的增速预期。

硬件业务: 公司该业务主要为销售硬件, 不确定性较强, 根据公司近两年该业务收入增速大幅度下滑, 且未来公司主要发力点在智慧城市项目中, 我们预计这部分业务增速有限, 给予 2021-2023 年-20%、-20%、-20%的增速。

其他业务：该类业务包括商贸等，随着信息化程度增强，公司该业务会有一定的增长，由于公司该业务基数较小，我们给予 2021-2023 年 100%、80%、60% 的增速。

表 7：志晟信息盈利预测（单位：亿元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3.01	4.21	5.42	6.52
yoy	-14.64%	39.54%	28.72%	20.10%
智慧城市业务	2.62	3.80	4.94	5.93
yoy	-16.39%	45.00%	30.00%	20.00%
运维及服务业务	0.24	0.28	0.36	0.47
yoy	57.83%	15.00%	30.00%	30.00%
硬件销售业务	0.15	0.12	0.09	0.07
yoy	-38.91%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
其他业务（主要是商贸等）	0.00	0.01	0.02	0.03
yoy	127.29%	100.00%	80.00%	60.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

盈利预测：公司是信息系统集成服务行业中的区域性公司，业务主要集中于政校医商类。志晟信息目前处于快速发展和开拓新业务期，随着企业和政府信息化，国产替代的加速，公司未来发展空间广阔。因此我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 4.21/5.42/6.52 亿元，归母净利润为 0.6/0.75/0.85 亿元，建议关注。

5. 风险提示

对政府采购存在依赖的风险。公司客户群体相对集中，主要集中于政府部门、党政、司法机关、事业单位，业务发展依赖于相关国家产业政策、政府采购预算，客户回款进度依赖于财政预算等资金拨付速度。若上述依赖条件发生不利变化，或公司服务不能持续满足客户的要求，将可能导致公司业绩出现不利变动并对公司的持续经营能力产生不利影响。

业务区域集中的风险。公司的营业收入主要来源于河北地区，存在销售区域集中的风险。

市场竞争加剧的风险。我国智慧城市建设已进入快速发展阶段，行业竞争进一步加剧，同行业上市公司、海外巨头纷纷凭借资金、技术等方面优势布局业务，抢占市场份额。如果公司不能适应日趋激烈的市场竞争，无法抓住行业快速发展的机遇，公司将面临着该类信息系统集成市场份额及订单数量下降、竞争优势不断丧失、收入和利润下滑的风险。

志晟信息三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	358	370	480	602	营业收入	301	421	542	652
现金	110	116	160	213	减:营业成本	189	265	344	423
应收账款	127	92	104	143	营业税金及附加	2	2	3	3
存货	42	63	90	95	营业费用	16	25	32	39
其他流动资产	78	98	126	152	管理费用	20	27	35	39
非流动资产	93	94	103	111	研发费用	25	38	49	59
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	0	0	0	0
固定资产	73	74	83	90	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	加:投资净收益	0	0	0	0
无形资产	5	5	5	6	其他收益	3	4	5	7
其他非流动资产	15	15	15	15	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	451	464	583	713	营业利润	45	68	84	95
流动负债	195	147	191	234	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	26	0	0	0	利润总额	45	68	84	95
应付账款	127	145	188	232	减:所得税费用	4	8	9	10
其他流动负债	42	2	2	2	少数股东损益	-2	0	0	0
非流动负债	5	5	6	7	归属母公司净利润	43	60	75	85
长期借款	0	0	0	0	EBIT	0	68	84	95
其他非流动负债	5	5	6	7	EBITDA	5	77	95	108
负债合计	200	152	196	241	重要财务与估值指标	301	421	542	652
少数股东权益	4	4	4	4	毛利率(%)	37.3%	37.1%	36.5%	35.1%
归属母公司股东权益	247	308	382	468	销售净利率(%)	14.2%	14.3%	13.8%	13.1%
负债和股东权益	451	464	583	713	资产负债率(%)	44.2%	32.8%	33.7%	33.8%
					收入增长率(%)	-14.6%	39.8%	28.7%	20.3%
					净利润增长率(%)	-14.6%	40.7%	24.0%	14.1%
					P/E	n.a	n.a	n.a	n.a
					P/B	n.a	n.a	n.a	n.a
					EV/EBITDA	78.70	4.23	2.97	2.13

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>