

买入

紫光股份 (000938. SZ)

收购新华三 49%股份事项顺利推进，进入加速成长期

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码: S0980518100002
联系人: 袁文翀 021-60375411 yuanwenchong@guosen.com.cn

事项:

公司 5 月 27 日发布公告: 拟由全资子公司紫光国际以支付现金的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三 48% 股权, 以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1% 股权, 合计收购新华三 49% 股权。本次收购新华三 49% 股权的价格为 35 亿美元, 约人民币 246.9 亿元 (汇率为 1 美元兑 7.053 人民币); 同时, 公司拟定向特定对象募集资金不超过 120 亿元人民币, 用于收购新华三 49% 的股权。

国信通信观点:

- 1) 收购新华三 49% 股份逐步落地, 紫光股份归母净利润有望显著提升。2022 年新华三营收为 498 亿元, 同比增长 12.31%; 净利润 37.3 亿元, 同比增长 8.7%。紫光股份 2022 年归母净利润 21.6 亿元, 收购新华三后持股由 51% 变为 100%, 归母净利润有望得到显著提升。
- 2) 新华三是国内 ICT 领域龙头, 有望持续受益数字经济+AI 行业增长。a. 数字经济政策频出, 有望成为我国经济发展重要引擎, 网络基础设施供应商持续受益; b. 运营商 23 年加大云网建设投入, 中国移动算力侧资本开支 23 年同比增长 35%, 中国电信产业数字化资本开支 23 年同比增长 40%, 中国联通算力网络资本开支同比增长 20%; c. AIGC 应用拉动数据中心需求高增, 企业加大云基础设施建设, 公司主营服务器、交换机等产品对应需求弹性大。
- 3) 交易完成后有助于公司治理及股权结构进一步优化, 公司将持续聚焦主业, 持续夯实数字化综合解决方案能力, 助推数字经济转型。

若不考虑相关交易, 我们预计公司 2023-2025 年收入为 844/961/1069 亿元 (同比+14.0%/+13.9%/+11.2%), 归母净利润 25.2/29.9/34.6 亿元 (同比+16.7%/+18.5%/+16.0%), 当前股价对应 PE 为 33/28/24 倍。

预计 2023-2025 年新华三有望实现收入 608/711/804 亿元, 净利润 46/54/61 亿元, 若假设相关交易于 2023 年底完成 (具体交易完成时点以公司实际交易公告为准, 具体预测假设请参考下文), 公司对新华三控股由 51% 变更为 100%, 新华三业绩 100% 合并至紫光股份, 预计 2024-2025 年公司备选净利润为 58/65 亿元, 对应 PE 为 14/13X, 长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力, 维持“买入”评级。

评论:

- ◆ 收购新华三 49% 股份逐步落地, 紫光股份归母净利润有望显著提升。

紫光收购新华三逐步落地:

- 2015 年 5 月, 紫光集团下属子公司紫光股份收购华三通信 51% 的股权, 成为新华三的控股股东, 紫光

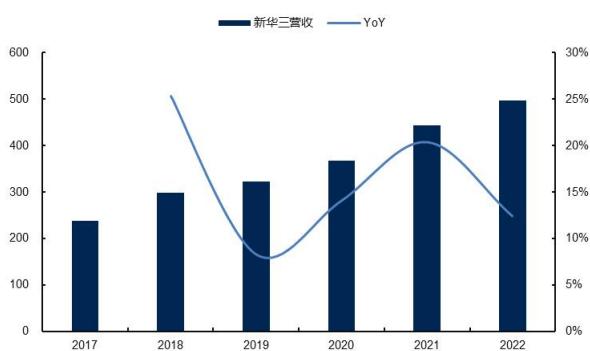
股份正式进入 IT 基础设备市场。新华三发展稳健，2020–2022 年营收分别为 368/443/498 亿元，同比分别增长 20.52%/20.95%/12.31%。

- 2023 年 1 月 5 日公司公告，HPE 实体向紫光国际出售其持有的新华三 49% 股权，交易完成后，紫光国际将持有新华三 100% 股权，每股出售价格将根据《股东协议》约定按照 2022 年 4 月 30 日前 12 个月新华三扣除非经常性损益后的税后利润的 15 倍除以行权通知之日新华三全部股份数量的方式确定，对价支付方式为现金。
- 2023 年 5 月 27 日公司公告，拟由全资子公司紫光国际以支付现金的方式向 HPE 开曼购买所持有的新华三 48% 股权，以支付现金的方式向 Izar Holding Co 购买所持有的新华三 1% 股权，合计收购新华三 49% 股权。本次收购新华三 49% 股权的价格为 35 亿美元，约人民币 246.9 亿元（汇率为 1 美元兑 7.053 人民币）；同时，公司拟定向特定对象募集资金不超过 120 亿元人民币，用于收购新华三 49% 的股权转让。

收购新华三后，紫光股份归母净利润有望显著提升。

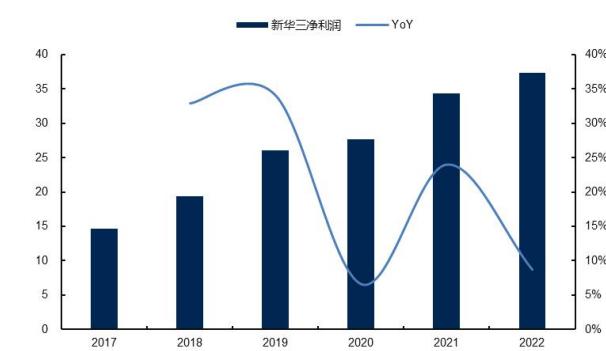
根据公司财报披露，2020–2022 年新华三分别实现收入 368/443/498 亿元，同比分别增长 20.52%/20.95%/12.31%，实现净利润 27.7/34.34/45.98 亿元（同比+6.6%/22.24%/8.64%），对应净利率分别为 7.5%/7.7%/7.5%。2020–2022 紫光股份净利率分别为 5.4%/5.6%/5.1%，收购完成后，紫光股份毛利率、净利率和归母净利润有望显著提升。

图1：新华三 2017–2022 营业收入和增速（单位：亿元、%）



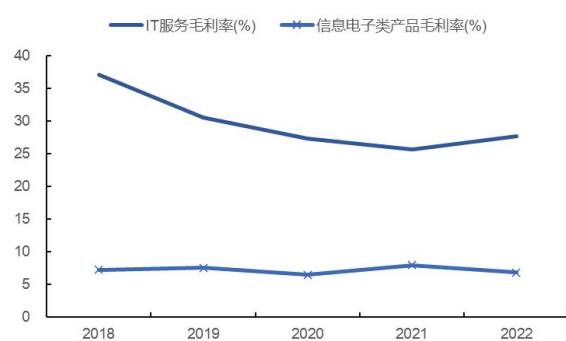
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：新华三 2017–2022 净利润和增速（单位：亿元、%）



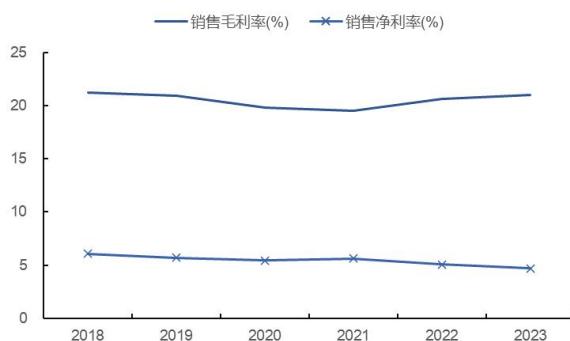
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：紫光股份 2018–2022 不同产品毛利率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：紫光股份 2018–2022 毛利率、净利率（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 全资控股 ICT 设备龙头企业新华三后，有望持续受益数字经济给 ICT 行业带来的新机遇

新华三是国内 ICT 企业龙头。新华三前身为华为与 3COM 公司在 2003 成立的华为 3COM 公司，公司专注于数据通信领域，主要生产路由器、交换机等设备，公司拥有深厚的 ICT 设备技术和市场积累；公司通过布局“芯-云-网-边-端”全产业链，不断提升数字化和智能化赋能水平。新华三多项产品名列前茅。新华三主要产品线为以太网交换机、企业级路由器、企业级 WLAN、X86 服务器、企业级存储、安全硬件、超融合、SDN 和云管理平台。其主要产品均位居分市场前列，为智慧城市、政务、交通、教育、医疗、制造等行业全场景提供数字化服务。

表1：新华三多项产品市占率领先

产品	2022 年中国市场份额	排名
以太网交换机、企业网交换机、数据中心交换机	33.8%、35.3%、31.0%	第二
企业网路由器	31.8%	第二
企业级 WLAN	28.0%	第一
X86 服务器	18.0%	第二
刀片服务器	54.8%	第一
存储	12.5%	第二
超融合市场	23.5%	第一

资料来源：IDC、公司公告、国信证券经济研究所整理

数字经济政策频出，占 GDP 比重大，成为我国经济增长主要引擎。根据信通院数据，2022 年我国数字经济规模达 50.2 万亿元，总量稳居世界第二，同比名义增长 10.3%，占国内生产总值比重提升至 41.5%；预计到 2025 年，中国数字经济规模将从 2020 年的 39.2 万亿元增长至 65.0 万亿元，年均复合增长率超过 10%。

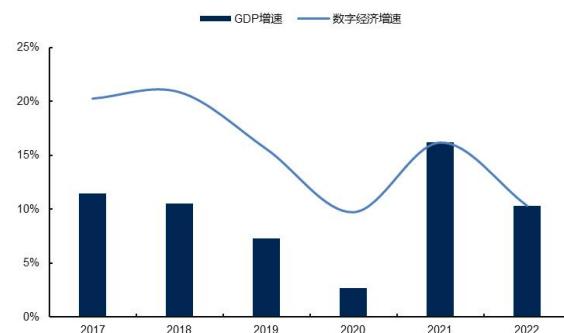
表2：“数字经济”相关政策梳理

日期	文件名称	机构	核心要点
2023. 02	《数字中国建设整体布局规划》	中共中央、国务院	政务数字化智能化水平明显提升，打通数字基础设施大动脉。加快 5G 网络与千兆光网协同建设，深入推进 IPv6 规模部署和应用，系统优化算力基础设施布局，促进东西部算力高效互补和协同联动，引导通用数据中心、超算中心、智能计算中心、边缘数据中心等合理梯次布局。整体提升应用基础设施水平，加强传统基础设施数字化、智能化改造。
2022. 03	《政府工作报告》	国务院	加强数字中国建设整体布局。建设数字信息基础设施，逐步构建全国一体化大数据中心体系，推进 5G 规模化应用，促进产业数字化转型，发展智慧城市、数字乡村。加快发展工业互联网，培育壮大集成电路、人工智能等数字产业，提升关键软硬件技术创新和供给能力。
2022. 02	《国家发展改革委等部门关于同意京津冀地区启动建设全国一体化算力网络国家枢纽节点的复函》等	发改委等	同意启动八大算力枢纽节点建设并规划十大数据中心集群，正式启动东数西算工程
2022. 01	《“十四五”数字经济发展规划》	国务院	布局八大算力枢纽，推进云网协同，统筹算力和智能调度，建设绿色数据中心
2021. 07	《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023 年）》	工信部	计划用三年时间形成与数字经济相适应的新型数据中心发展格局，建设全国一体化算力网络，逐步降低电能利用效率
2021. 05	《全国一体化大数据中心协同创新体系算力枢纽实施方案》	发改委等	建设全国一体化算力网络枢纽节点，加强绿色数据中心建设，推动老旧基础设施转型升级
2020. 12	《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》	发改委等	到 2025 年，全国范围内数据中心形成布局合理、绿色集约的一体化格局，围绕京津冀等重点区域建设大数据中心枢纽节点，完善配套设施建设，深化大数据应用创新

资料来源：国务院、工信部、发改委等、国信证券经济研究所整理

图5: 网络基础设施在数字经济中低位重要


资料来源：信通院、国信证券经济研究所整理

图6: 我国数字经济与GDP名义增速对比 (单位: %)


资料来源：信通院、国信证券经济研究所整理

运营商加大云网侧资本开支。运营商2023年加大云网建设投入，中国移动算力侧资本开支23年同比增长35%，中国电信产业数字化资本开支23年同比增长40%，中国联通算力网络资本开支同比增长20%。

表3: 三大运营商资本开支情况 (亿元)

中国移动	连接品质	算力资源	能力锻炼提升	基础	总计
2022	1171	335	134	212	1852
2023E	1029	452	141	210	1832
Yoy	-12%	34%	5%	-1%	-1%
中国电信	产业数字化	移动网	宽带网	运营系统和基础设施	总计
2022	271	320	186	148	925
2023E	380	315	155	140	990
Yoy	40%	-2%	-16%	-5%	7%
中国联通	基础设施、传输网及其他	固网宽带及数据	移动网络		总计
2022					742
2023E					769
Yoy					4%

资料来源：运营商官网，中国移动、中国电信、中国联通资本开支情况来自招股说明书

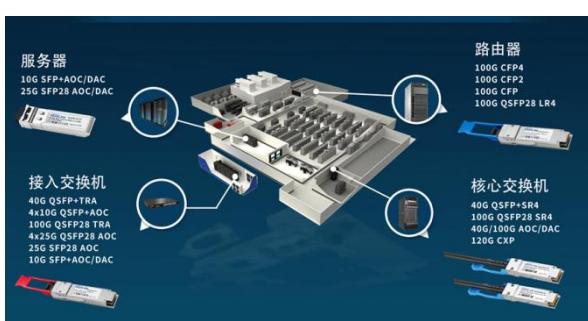
AIGC蓬勃发展，企业加大云基础设施投入建设。随着AI等新应用场景的出现，为行业赋予了新的增长动能。以ChatGPT为例，该技术通过理解和学习人类的语言来进行对话，实现聊天交流、撰写邮件、视频脚本、文案、翻译、代码，写论文等任务，ChatGPT 3.5自2023年初推出以来两个月用户数破亿，国内外厂商积极布局千亿或万亿参数大模型，对应数据中心假设需求大增。

表4：国内外互联网厂商 AI 大模型布局介绍

区域	公司	AI 产品简介
海外	微软	早在 2019 年，微软就对 OpenAI 进行了高达 10 亿美元的投资，并获得了 GPT (ChatGPT 早期模型) 的独家授权，而与此同时，OpenAI 同意从“谷歌云”转向“微软云”。2021 年，微软再次进行投资，推出 OpenAI 与自有产品深度集成的新工具 (如 GitHub Copilot)。而后在今年 1 月 23 日微软又宣布向 OpenAI 追加数十亿美元的投资，且于 2 月 2 日宣布旗下所有产品将全线整合 ChatGPT，包括但不限于 Bing 搜索引擎、包含 Word、PPT、Excel 的 Office 全家桶、Azure 云服务、Teams 聊天程序等
	谷歌	尽管被微软后来居上，但是谷歌早在 2013 年就开始研究 AI 聊天机器人，于 2016 年出资 6 亿美元收购了英国人工智能公司 DeepMind。2017 年时谷歌已实现了重大的技术突破，推出了神经网络系统 Transformer，并研发出了一款名叫 Meena 的聊天机器人，于 2021 年更名为 LaMDA 推出，但由于舆论争议谷歌取消了原本的发布安排。但是由于最近微软的步步紧逼，谷歌开始向 AI 方向倾斜，今年二月谷歌向 ChatGPT 的竞品公司 Anthropic 投资 3 亿美元，并计划于今年发布 Sparrow 内测版等一系列 AI 产品。
	亚马逊	22 年 11 月，亚马逊已宣布将与 AI 制图平台 Stability AI 合作。
	百度	2 月 7 日晚，百度宣布即将推出大模型新项目“文心一言” (ERNIE Bot)，并透露首站将直接接入百度搜索。目前百度可能是国内最有实力推出类 ChatGPT 产品的科技公司。
国内	阿里	2023 年 1 月，阿里巴巴达摩院发布 2023 年十大科技趋势，其中多模态预训练大模型、生成式 AI 在列，阿里版聊天机器人 ChatGPT 正在研发中，目前处于内测阶段。在 AI、大模型等 ChatGPT 所需的底层技术上，达摩院此前曾先后推出超越谷歌、微软的 10 万亿美元规模的 M6 大模型、AI 模型开源社区“魔搭”等。
	腾讯	2022 年 4 月 21 日，腾讯对外正式对外披露“混元” AI 大模型，该模型包含但不限于：计算机视觉、自然语言处理、多模态内容理解、文案生成、文生视频等多个方向的超大规模 AI 智能模型。去年 12 月，腾讯又推出了国内首个低成本、可落地的 NLP 万亿大模型，并公布了大模型的训练方法——最快用 256 张卡，1 天内就能训练完成，成本直接降至原来的 1/8。今年 2 月 9 日，腾讯表示目前在 ChatGPT 相关方向上已有布局，专项研究也在有序推进。
	京东	2 月 10 日，京东正式宣布，京东云旗下言犀人工智能应用平台将整合过往产业实践和技术积累，推出产业版 ChatGPT：ChatJD，并公布 ChatJD 的落地应用路线图“125”计划。ChatJD 将以“125”计划作为落地应用路线图，包含一个平台、两个领域、五个应用。
	网易	2 月 8 日，网易有道对外表示，该公司未来或将推出 ChatGPT 同源技术产品，应用场景围绕在线教育。
国内	浪潮	2021 年 9 月“源 1.0”大模型正式发布，2022 年 3 月，基于“源 1.0”大模型研发了对话、问答、翻译和古文四个技能模型。截至目前，“源 1.0”大模型通用能力上，尤其在用户意图理解方面，与 ChatGPT 还存在差距，“源 1.0”大模型表现的能力距通用智能的差距也较大，存在短期内无法大规模落地行业应用的风险。
	360	2 月 6 日，360 明确表态，计划尽快推出类 ChatGPT 技术的 demo 版产品。2 月 8 日晚，360 发布公告称，目前公司的类 ChatGPT 技术的各项指标只能达到略强于 GPT-2 的水平，与当前的 ChatGPT 相比尚有代差的落后。

资料来源：公司公告、澎湃新闻、国信证券经济研究所整理

新华三主营服务器、交换机是数据中心核心设备，受益 AI 大模型需求增长。数据中心内部的通信设备主要包括服务器、交换机、光模块。随着数据中心内部网络带宽的扩展，以及网络结构的演进，相关通信设备包括交换机和光模块部署数量将有进一步提升。根据我们对 ChatGPT 4.0 模型测算，英伟达 A100 网络架构下，全球服务器和交换机对应弹性分别为 60%/19%；英伟达 H100 网络架构下，全球服务器和交换机对应弹性分别为 78%/8%。

图7：数据中心内通信产品


资料来源：信通院、国信证券经济研究所整理

图8：英伟达 DGX 100 系统


资料来源：英伟达、国信证券经济研究所整理

图9: A100 下游应用大規模使用角度硬件需求角度測算

	全球服务器	交换机	光模块
原有需求			
国内出货量 (万台)	391	170	
全球出货量 (万台)	1354	1200	2000
国内市场规模 (亿美元)	251	53	
全球市场规模 (亿美元)	992	376	85
单个GPT4.0模型 (规模应用角度)			
单个需求量(万台)	1.5	1.8	48.1
单价 (万美元)	20	2	0.025
增量市场 (假设20家同样规模投入)			
需求量 (万台)	30	36	962
投入规模 (亿美元)	600	72	24
弹性比例			
需求量增量(全球)	2%	3%	51%
规模增量 (全球)	60%	19%	28%

资料来源: Lightcounting, IDC、国信证券经济研究所整理; 备注: 详细测算过程请参考《国信通信·云基建专题(三) AI 驱动下光模块趋势展望及弹性测算》

图10: H100 下游应用大規模使用角度硬件需求角度測算

	全球服务器	交换机	400G光模块	800G光模块
原有需求				
国内出货量 (万台)	391	1700		
全球出货量 (万台)	1354	1200	2000	2000
国内市场规模 (亿美元)	251	53		
全球市场规模 (亿美元)	992	376	85	85
单个GPT4.0模型 (规模应用角度)				
单个需求量(万台)	0.77	0.29	6.2	9.3
单价 (万美元)	50	5	0.04	0.1
增量市场 (假设20家同样规模投入)				
需求量 (万台)	15	6	123	185
投入规模 (亿美元)	772	29	5	19
弹性比例				
需求量增量(全球)	1%	0.5%	6%	9%
规模增量 (全球)	78%	8%	6%	22%

资料来源: Lightcounting, IDC、国信证券经济研究所整理; 备注: 详细测算过程请参考《国信通信·云基建专题(三) AI 驱动下光模块趋势展望及弹性测算》

◆ 交易完成后有助于公司治理及股权结构进一步优化

公司将持续聚焦主业, 持续夯实数字化综合解决方案能力, 助推数字经济转型。

若不考虑相关交易, 我们预计公司 2023-2025 年收入为 844/961/1069 亿元 (同比+14.0%/13.9%/11.2%) , 归母净利润 25.2/29.9/34.6 亿元 (同比+16.7%/18.5%/16.0%) , 当前股价对应 PE 为 33/28/24 倍。

预计 2023-2025 年新华三有望实现收入 608/711/804 亿元, 净利润 46/54/61 亿元, 若假设相关交易于 2023 年底完成 (具体交易完成时点以公司实际交易公告为准), 公司对新华三控股由 51% 变更为 100%, 新华三业绩 100% 合并至紫光股份, 预计 2024-2025 年公司备选净利润为 58/65 亿元, 对应 PE 为 14/13X, 长期看好公司在社会数字化转型上的综合解决方案能力, 维持“买入”评级。

表5: 紫光股份盈利预测 (亿元)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
紫光股份营业收入	676.4	740.6	844.1	961.2	1068.5
少数股东损益 (新华三)	16.8	18.3	22.6	0.0	0.0
新华三净利润	34.3	37.3	46.2	54.4	65.0
其他业务净利润	4.0	2.6	3.0	3.3	3.5
归母净利润	21.5	21.6	25.2	57.7	68.5

资料来源: Wind、紫光股份、国信证券经济研究所整理; 备注: 假设相关交易于 2023 年底完成, 即 2024 年实现利润完全并表。

表6: 同类公司估值比较 (更新至 2022 年 5 月 27 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	2022A	EPS 2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	PEG 2023E
000938.SZ	紫光股份	买入	29.4	840.3	0.8	0.9	1.2	38.9	33.4	28.2	1.3
000063.SZ	中兴通讯	买入	33.7	1495.5	1.3	2.1	2.4	19.7	16.2	13.9	0.8
301165.SZ	锐捷网络	增持	50.9	289.2	1.0	1.3	1.8	52.6	38.2	28.4	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测;

◆ 风险提示

交易不能顺利完成；交易完成时点较晚；上游客户投资不及预期；芯片供应受限；网络及综合解决方案拓展不及预期。

相关研究报告：

- 《紫光股份（000938.SZ）-营收整体保持稳健增长，ICT基础设施占比持续提升》——2023-03-31
- 《紫光股份（000938.SZ）-拟收购新华三49%股权，大幅提升公司盈利水平》——2023-01-04
- 《紫光股份（000938.SZ）-多产品市占率保持领先，持续夯实一体化解决方案能力》——2022-10-30
- 《紫光股份（000938.SZ）-国内外业务同步推进，开启ICT服务新模式》——2022-08-21
- 《紫光股份（000938.SZ）-股权交割划转完成，开启经营新篇章》——2022-07-12

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8960	10669	11768	12089	12949	营业收入	67638	74058	84414	96121	106847
应收款项	11355	13543	2148	2446	2719	营业成本	54433	58772	67362	76608	85157
存货净额	18424	20275	16078	18278	20312	营业税金及附加	253	294	312	356	395
其他流动资产	2818	4333	500	569	633	销售费用	4114	4251	5149	5863	6464
流动资产合计	43579	50712	32386	35275	38506	管理费用	926	964	1110	1244	1366
固定资产	1101	1192	1624	2017	2272	研发费用	4338	5299	5909	6728	7266
无形资产及其他	3880	3697	3649	3601	3553	财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(303)
投资性房地产	17736	18350	18350	18350	18350	投资收益	(24)	21	3	3	3
长期股权投资	134	112	106	101	95	资产减值及公允价值变动	632	722	(3)	(3)	(3)
资产总计	66430	74063	56115	59344	62777	其他收入	(4723)	(5725)	(5909)	(6728)	(7266)
短期借款及交易性金融负债	4713	4856	500	300	200	营业利润	4088	4160	4726	5603	6502
应付款项	11818	13245	4976	5657	6287	营业外净收支	88	60	2	2	2
其他流动负债	11898	15221	8841	10052	11164	利润总额	4176	4220	4728	5605	6504
流动负债合计	28429	33322	14317	16009	17651	所得税费用	384	478	435	515	598
长期借款及应付债券	100	200	(30)	(30)	(30)	少数股东损益	1645	1584	1774	2103	2441
其他长期负债	2233	2713	2662	2611	2560	归属于母公司净利润	2148	2158	2519	2987	3466
长期负债合计	2333	2913	2632	2581	2530	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	30763	36235	16949	18590	20181	净利润	2148	2158	2519	2987	3466
少数股东权益	5707	5987	6692	7529	8500	资产减值准备	132	144	344	223	208
股东权益	29961	31841	32474	33225	34096	折旧摊销	556	592	370	429	482
负债和股东权益总计	66430	74063	56115	59344	62777	公允价值变动损失	(632)	(722)	3	3	3
						财务费用	(292)	634	(155)	(282)	(303)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(3922)	(795)	5067	(504)	(471)
每股收益	0.75	0.75	0.88	1.04	1.21	其它	281	83	362	614	762
每股红利	0.56	0.65	0.66	0.78	0.91	经营活动现金流	(1437)	1459	8665	3751	4450
每股净资产	10.48	11.13	11.35	11.62	11.92	资本开支	0	(1402)	(1100)	(1000)	(900)
ROIC	20%	22%	29%	41%	45%	其它投资现金流	1280	131	0	0	0
ROE	7%	7%	8%	9%	10%	投资活动现金流	1317	(1248)	(1094)	(994)	(894)
毛利率	20%	21%	20%	20%	20%	权益性融资	(18)	65	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	5%	6%	6%	负债净变化	100	100	(230)	0	0
EBITDA Margin	6%	7%	6%	6%	6%	支付股利、利息	(1608)	(1849)	(1886)	(2236)	(2595)
收入增长	13%	9%	14%	14%	11%	其它融资现金流	3137	4932	(4356)	(200)	(100)
净利润增长率	13%	0%	17%	19%	16%	融资活动现金流	103	1500	(6472)	(2436)	(2695)
资产负债率	55%	57%	42%	44%	46%	现金净变动	(17)	1710	1098	321	861
息率	1.9%	2.2%	2.2%	2.7%	3.1%	货币资金的期初余额	8977	8960	10669	11768	12089
P/E	39.1	38.9	33.4	28.1	24.2	货币资金的期末余额	8960	10669	11768	12089	12949
P/B	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5	企业自由现金流	0	2364	8488	3758	4740
EV/EBITDA	27.8	23.7	20.4	17.8	15.6	权益自由现金流	0	7396	4043	3813	4915

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032