

600602.SH
买入
原评级：未有评级
市场价格：人民币 13.60
板块评级：强于大市
股价表现


资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以2023年9月15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：软件开发
证券分析师：杨思睿

(8610)66229321

sirui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518090001

证券分析师：王屹熙

(8610)66229321

Xiaolian.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090002

云赛智联

数据要素核心与智算主力军

公司为上海国资委旗下核心数字化平台，也是上海大数据中心资源平台总集成商和运营商，数据要素相关业务和技术积累深厚，有望在上海数据要素市场建设中核心受益。此外公司在上海地区智算建设中也将持续发挥主力作用。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- 上海国资委旗下核心数字化企业，云服务与大数据领航。**公司由上海国资委实控，以云服务与大数据（以云计算为基础的软件和大数据运营）、智慧城市行业解决方案（面向安防、政府、教育、医疗等）、智能化产品（科学仪器）为核心业务，2023H1 营收 24.98 亿元（+32.44%）、扣非净利 0.86 亿元（+357.68%）、毛利率 18.66%。
- 数据要素核心地位，国资主力已有深厚业务积淀。**8月21日财政部印发了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》，数据资源入表将于2024年起正式实施，数据要素时代全面开启。**上海市数据要素产业发展走在全国前列**，8月15日上海市人民政府印发了《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》，目标到2025年数据产业规模达5000亿元(CAGR15%)。2022年上海数据集团成立，承担上海地区数据要素市场建设主体作用。公司是上海数据要素领域的核心信息化国企，目前已经成为上海市大数据中心资源平台总集成商和运营商、数据运营平台总运营商，相继完成了上海市多个电子政务云平台和大数据中心项目建设，在闵行、崇明等十个区分别实施了大数据建设和运营及“两网建设”项目，具备政企大数据平台建设与运营能力。业务方面，公司在数据要素领域的业务积累深厚，具备数据交易前的全链服务能力，涵盖数据底座建设、数据采集、数据清洗、数据分析、数据应用等业务。公司在上海数据要素市场拥有核心地位，同时具备业务经验和技术优势，受益空间广阔。
- 上海地区智算建设主力军。**8月15日，上海市人民政府印发《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》，明确到2025年上海市算力总规模较“十三五”期末翻两番。6月30日，公司公告与上海仪电集团等合资成立上海智能算力公司，目前持股11%，负责主力推进上海地区算力建设。智算公司目前投资额20亿元，算力建设正在紧密推进，后续有望加速落地。

估值

- 预计公司2023~2025年归母净利润为2.30、3.01、4.13亿元，对应EPS为0.17元、0.22元和0.30元，对应PE分别为81X、62X、45X。看好公司在上海地区的数据要素业务扩张及智算平台建设带来的业绩高增，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 政府预算不及预期、AI应用落地不及预期；宏观环境影响。

投资摘要

年结日：12月	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民	4,993	4,534	5,312	6,460	8,328
增长率(%)	8.8	(9.2)	17.2	21.6	28.9
EBITDA(人民	164	43	171	236	347
归母净利润(人	257	181	230	301	413
增长率(%)	3.2	(29.6)	27.4	30.7	37.1
最新股本摊薄	0.19	0.13	0.17	0.22	0.30
市盈率(倍)	72.5	102.9	80.8	61.8	45.1
市净率(倍)	4.2	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA(倍)	32.3	196.8	88.3	63.0	42.7
每股股息(人民	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
股息率(%)	0.9	0.5	0.4	0.5	0.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

上海国资委旗下核心数字化企业，云计算与大数据领航.....	4
上海国资委旗下的智慧城市领航企业	4
云计算与大数据为核心业务	5
营收稳定增长，研发投入持续加大	6
 数据要素核心卡位，国资主力已有深厚积淀	8
数据资产入表落地，数据要素时代全面开启	8
上海数据要素市场先行先试，引领发展.....	11
公司国资背景和业务卡位优势突出	13
 上海智算建设核心力量	15
AIGC 带动全球算力需求高速扩张	15
上海算力规划明确，建设节奏加快	16
承建上海多处数据中心，主力推进上海算力建设	17
 盈利预测与投资建议	19
基本假设与盈利预测	19
估值分析与投资建议	20
 风险提示	21

图表目录

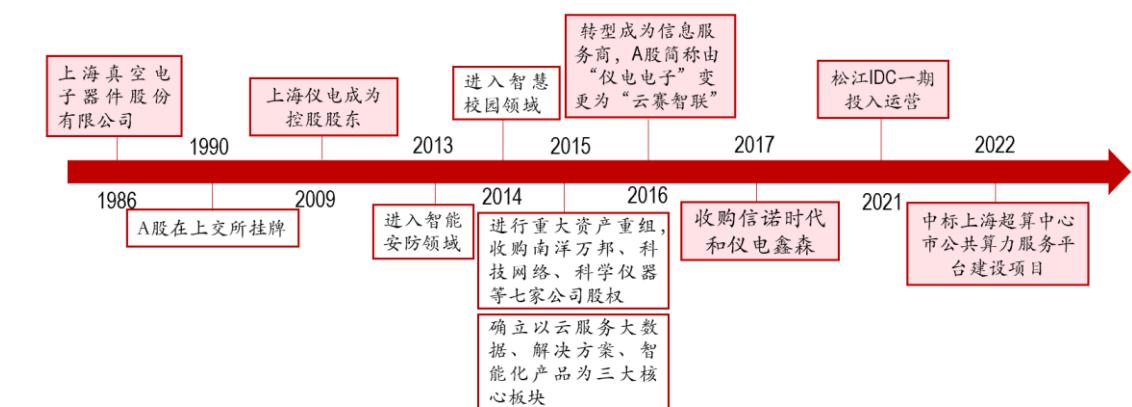
股价表现	1
投资摘要	1
图表 1.公司发展历程	4
图表 2.公司股权结构	4
图表 3.公司三大核心业务	5
图表 4.云服务大数据业务占比过半	6
图表 5.三大核心业务毛利率保持稳定	6
图表 6.2015-2022 年营收 CAGR 为 6.09%	6
图表 7.2015-2022 年归母净利 CAGR 为 1.60%.....	6
图表 8.毛利率整体稳定增长	7
图表 9.研发投入持续加大	7
图表 10.《暂行规定》主要内容	8
图表 11.数据要素入表企业试点实践	9
图表 12.数据要素相关政策汇总	10
图表 13.数据局的职能和角色	11
图表 14.部分地区数据要素试点方案梳理	11
图表 15.上海数据要素产业方案	12
图表 16.上海数据集团的主要作用和业务板块初步明确	12
图表 17.上海数交所业务板块	13
图表 18.大模型参数数量和训练数据规模快速增长	15
图表 19.近年大模型的参数规模高速增长	15
图表 20.英伟达 2023 年相关 AI 产品	15
图表 21.英伟达加速计算库和 DGX H100	16
图表 22.《上海市推进算力资源统一调度指导意见》重点任务	16
图表 23.上海算力建设走在全国前列	17
图表 24.公司数据中心承建业务深厚	18
图表 25.公司松江大数据计算中心	18
图表 26.盈利预测	19
图表 27.费用率假设	20
图表 28.可比公司估值对比	20
利润表(人民币 百万)	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
财务指标	22
资产负债表(人民币 百万).....	22

上海国资委旗下核心数字化企业，云计算与大数据领航

上海国资委旗下的智慧城市领航企业

迈向领先的智慧城市综合解决方案提供商。云赛智联成立于 1986 年 12 月，是国内最早上市的“老八股”之一（A 股代码：600602）和中国 B 股第一家（B 股代码：900901）。在上海仪电发展战略的指导下，公司在 2015 年进行了重大资产重组，重组后公司加快了电子制造与信息技术相融合，全面向智能化、网络化、信息化转型升级，为实现“智慧城市综合解决方案提供商”的战略定位和“中国一流的信息服务提供商”的战略目标而努力。

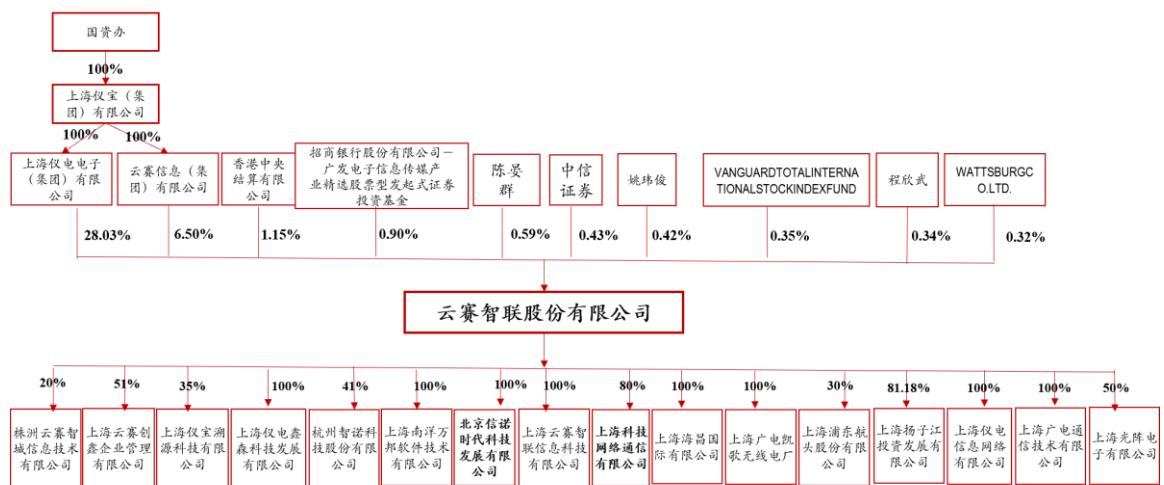
图表 1.公司发展历程



资料来源：公司官网，中银证券

股权结构稳定，上海国资委实控。截至 2023 年半年报，上海国资委通过上海仪器电子集团（持有 28.03%）和云赛信息集团（持有 6.5%）合计持有共公司 34.53%，为公司实控人。其余股东持股均低于 1%，整体股权结构稳定。公司董事长为黄金刚，同时也是上海仪电集团副总裁。

图表 2.公司股权结构



资料来源：公司 2023 年半年报，中银证券

云计算与大数据为核心业务

以云服务与大数据、行业解决方案及智能化产品打造智慧城市综合解决方案供应商。公司目标成为“中国一流的智慧城市综合解决方案提供商和运营商”，形成了云服务与大数据、行业解决方案及智能化产品三大核心业务，继续实践“做优 IDC、做强云服务、做深大数据、布局行业应用”的发展路径，深度参与城市各领域的信息化、数字化、智能化建设。

(一) 云服务大数据板块：公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，据公司2023年半年报，公司拥有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心累计超7,000个机柜资源。同时公司致力于为政府和企业客户提供个性化需求的托管服务，建设和运营市国资委国企监管云、市委网信办媒体云。此外，公司以数据资源平台建设和运营为支撑，进一步布局和拓展上海各区“两网建设”城市数字化转型业务。

(二) 行业解决方案板块：主要包括城市安全治理和智慧民生两个方面，智慧民生领域又涵盖了教育、医疗、市政民生、检测溯源等行业。城市安全治理以“安防智能化+信息化”融合的整体解决方案为核心，智慧民生业务为教育行业提供专业信息系统集成、智慧校园解决方案、软件系统开发应用以及校园运维服务。

(三) 智能化产品板块：上海仪电科学仪器股份有限公司是国内科学仪器行业领军企业，“雷磁”系列电化学产品总计五个大类，二十个小类，主营仪器约170余型，传感器200余款，还有“仪电物光”光学仪器产品等。

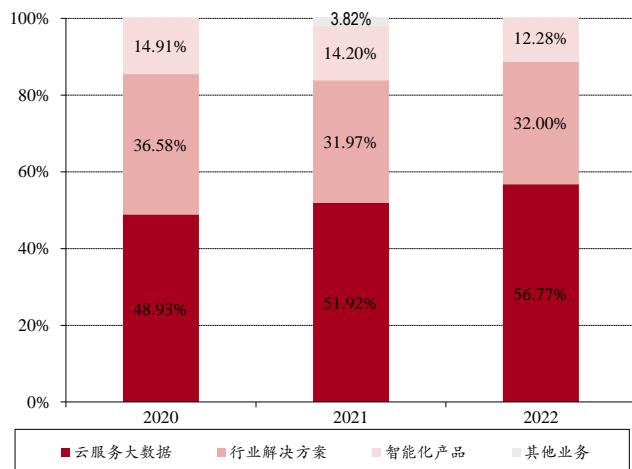
图表 3.公司三大核心业务



资料来源：公司官网，中银证券

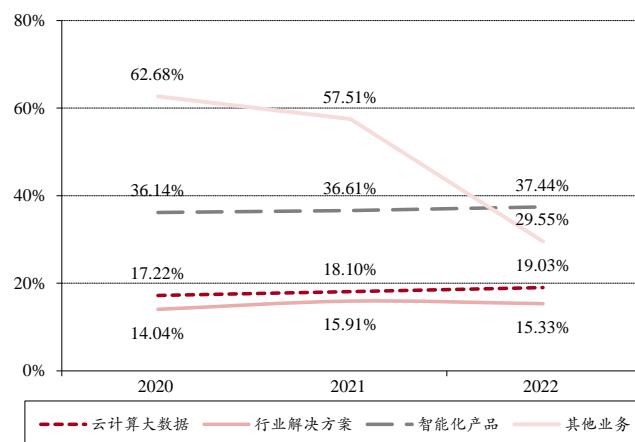
云服务与大数据为核心板块，占比稳步提升。公司的收入划分在2020年有过变化，2020年-2022年云服务与大数据业务收入占比稳步提升，2022年营收占比来到56.77%。毛利率方面，三大核心业务毛利率基本保持稳定，2022年云服务与大数据、行业解决方案和智能化产品毛利率分别为19.03%、15.33%、37.44%。

图表 4.云服务大数据业务占比过半



资料来源：公司公告，中银证券

图表 5.三大核心业务毛利率保持稳定

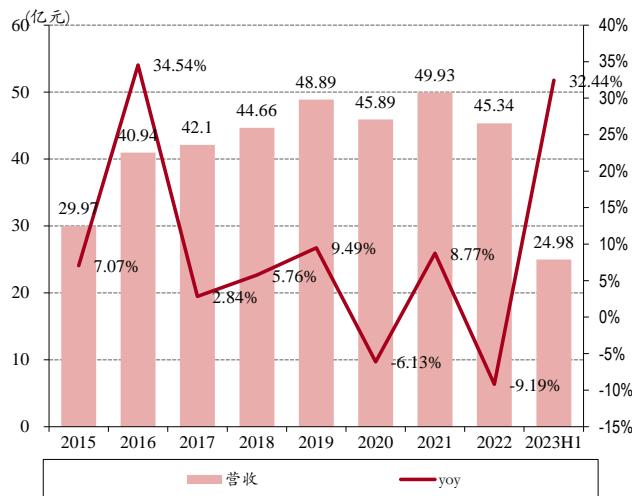


资料来源：公司公告，中银证券

营收稳定增长，研发投入持续加大

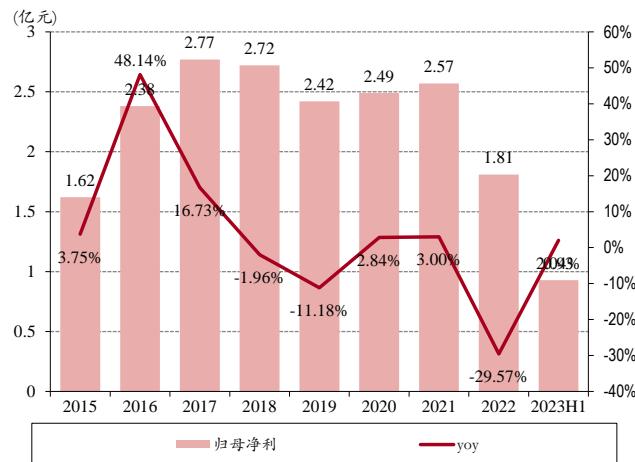
营收保持稳定增长，2023年上半年利润增速回正。公司2022年实现营收45.34亿元(-9.19%)、归母净利1.81亿元(-29.57%)，业绩有所下滑主要系当年受疫情影响较大。2015年-2022年公司营收CAGR为6.09%，归母净利CAGR为1.60%。2023年上半年公司实现营收24.98亿元(+32.44%)，归母净利0.93亿元(+2.04%)，收入高速增长，利润增速回正。

图表 6.2015-2022 年营收 CAGR 为 6.09%



资料来源：公司公告，中银证券

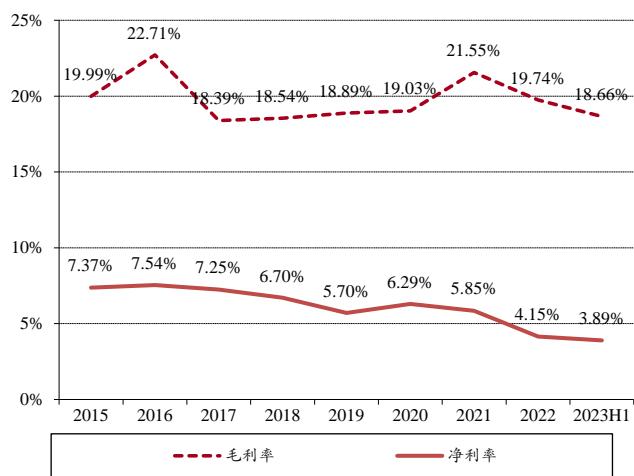
图表 7.2015-2022 年归母净利 CAGR 为 1.60%



资料来源：公司公告，中银证券

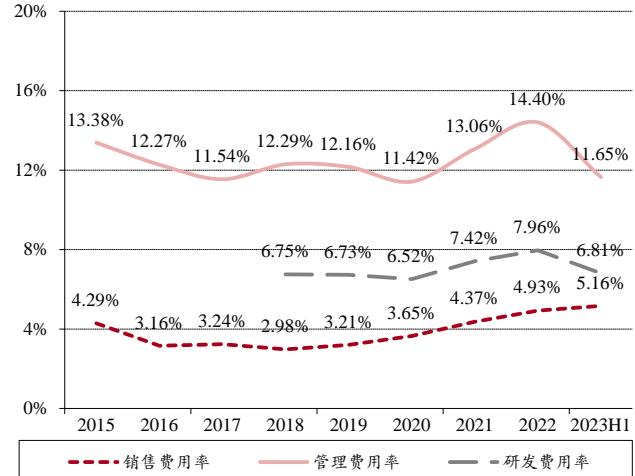
毛利率整体呈现增长态势，研发投入持续加大。2017年至2021年公司毛利率稳步上升，2021年升至21.55%，基本保持在20%左右。公司净利润率有所下滑，主要系人员持续扩张，其中销售人员增长较快，由2015年的99人增长至2022年的680人，销售及管理费用增长较多。公司不断加大研发投入，研发费用率稳定增长，2022年研发费用率近8%。

图表 8.毛利率整体稳定增长



资料来源：公司公告，中银证券

图表 9.研发投入持续加大



资料来源：公司公告，中银证券

数据要素核心卡位，国资主力已有深厚积淀

数据资产入表落地，数据要素时代全面开启

数据资源入表落地，数据要素开始发挥经济调节、贡献、指引作用。2023年8月21日，财政部制定印发了《企业数据资源相关会计处理暂行规定》（财会〔2023〕11号，以下简称《暂行规定》），自2024年1月1日起施行。该项规定正式将数据资源由自然属性转变为了经济属性，开始发挥经济调节、贡献和指引作用，预计相关支撑体系与配套政策也将顺势加速出台。

数据资产入表是指将数据规划到公司资产负债表的“资产”项。根据《暂行规定》，在存货与无形资产开发费用项目中，都新增了“包括：数据资源”条目，显示数据资源的账面数值或符合资本化标准的开支额度。暂行规定主要包含四个内容：适用范围、数据资源会计处理适用准则、列示和披露要求、附则。《暂行规定》要求采用未来适用法：企业在本规定施行前已费用化计入当期损益的数据资源相关支出不再调整，即不应将前期已经费用化的数据资源重新资本化。《暂行规定》的重点在于“企业内部使用的数据资源”列报为无形资产和“企业对外交易的数据资源”列报为资源在确认、初始计量、后续计量、收入确认等环节应当遵循的具体准则。

图表 10. 《暂行规定》主要内容

主要内容	细则
适用范围	明确《暂行规定》适用于符合企业会计准则规定、可确认为相关资产的数据资源，以及不满足资产确认条件而未予确认的数据资源的相关会计处理。后续随着未来数据资源相关理论和实务的发展，可及时跟进调整。
数据资源会计处理运用的准则	按照会计上的经济利益实现方式，根据企业使用、对外提供服务、日常持有以备出售等不同业务模式，明确相关会计处理适用的具体准则，同时，对实务反映的一些重点问题，结合数据资源业务等实际情况予以细化。
列示和披露要求	要求企业应当根据重要性原则并结合实际情况增设报表子项目，通过表格方式细化披露，并规定企业可根据实际情况自愿披露数据资源（含未作为无形资产或存货确认的数据资源）的应用场景或业务模式、原始数据类型来源、加工维护和安全保护情况、涉及的重大交易事项、相关权利失效和受限等相关信息，引导企业主动加强数据资源相关信息披露。
附则	《暂行规定》将自2024年1月1日起施行，企业应当采用未来适用法应用本规定。

资料来源：财政部，中银证券

各地积极推进数据资产入表的企业试点。上海证券交易所积极探索数据资产入表的方式，创新性地提出了数据资产形成的“三步蒸馏法”，按照数据资源-数据产品-可交易数据产品-数据资产的路径确认数据资产。光大银行和浦发银行作为首批试点单位，积极探索商业银行数据资产价值创造的过程，验证数据资产入表会计核算制度的可行性。在试点过程中，光大银行还完成了全国首笔无质押数据资产增信贷款额度的发放，为数据资产的进一步投融资提供了依据和先行经验。北京和上海也面向国有企业、上市公司、科创企业和典型数商积极开展数据资产入表企业试点。

图表 11.数据要素入表企业试点实践

时间	地区/单位	进展	内容
2022.10.29	浦发银行	企业试点	将数据纳入全新的资产形态管理，并开展数据资产认定、确权、估值、处置、隐私保护等资产化实践
2022.11.30	光大银行	企业试点	基于数据研发形成的数据工具纳入数据资产会计核算范围进行核算，并根据商业银行数据资产价值创造过程，给出“衍生性数据”和“数据工具”的会计核算和入表方案。
2023.7.7	北京	企业试点	2023年3月，微言科技凭借在深圳数据交易所上架的数据交易标的，通过光大银行深圳分行授信审批，成功获得全国首笔无质押数据资产增信贷款额度1000万元。
2023.8	上海	企业试点	北京市委、市政府高度重视数据要素市场建设及数据资产入表工作，发布北京开运联合信息技术集团股份有限公司等四个企业作为数据资产入表试点企业。
			探讨不同类型企业数据资产入表的典型案例，共同探索数据资产化路径。第二届数据资产入表研修班在8月23日举办，持续推动典型企业先行先试。

资料来源：浦发银行官网，光大银行官网，人民网，上海市人民政府，中银证券

数据要素为国家顶级战略规划。1) 我们认为，数据要素作为数字经济最核心的资源之一，对于推动经济增长具有显著推动作用。善用数据生产要素，解放和发展数字化生产力，有助于推动数字经济与实体经济深度融合，实现高质量发展。2) 2022年1月12日，国务院印发《“十四五”数字经济发展规划》的通知。规划中披露，2020年，我国数字经济核心产业增加值占国内生产总值(GDP)比重达到7.8%，而到2025年，数字经济迈向全面扩展期，数字经济核心产业增加值占GDP比重达到10%。3) 目前，数字经济政策加速落地，已成为我国顶层国家级战略规划，涵盖了基础设施、数据要素、产业数字化、数字产业化、公共服务数字化、治理体系、安全体系、国际合作等八大方面。其中，基础设施、数据要素的重要性排在前列的位置。

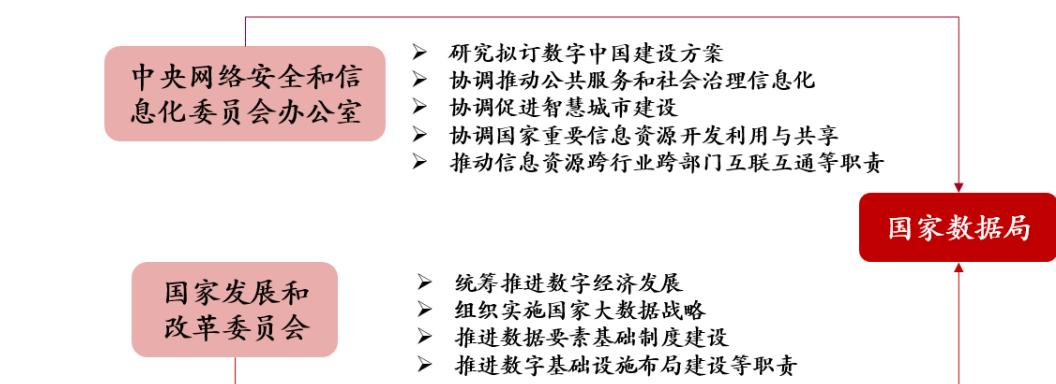
图表 12.数据要素相关政策汇总

时间	机构	政策	具体内容	关键词
2022.1.12	国务院	《“十四五”数字经济发展规划》	明确了“十四五”时期推动数字经济健康发展的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施	基础设施、数据要素、产业数字化转型、数字产业化、公共服务数字化、数字经济治理、数字经济安全、数字经济国际合作
2022.1.15	《求是》杂志	《不断做强做优做大我国数字经济》	两文重磅齐发，将数字经济提升到了极高的战略位置，数字经济已经成为时代核心主题之一	关键核心技术、基础设施、数字与实体融合、重点领域数字产业、规范、完善治理、国际合作
2022.2.17	国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局	国家发展改革委高技术司负责同志就实施“东数西算”工程答记者问	同意在京津冀、长三角、粤港澳大湾区、成渝、内蒙古、贵州、甘肃、宁夏启动建设国家算力枢纽节点，并规划了张家口集群等10个国家数据中心集群	基础设施
2022.5.17	全国政协	专题协商会	把“推动数字经济持续健康发展”作为今年重要协商议题之一	数据要素价值化、产业数字化、数据安全、抓紧技术攻关、提升国际话语权
2022.10.28	中国政府网	《全国一体化政务大数据体系建设指南》	我国政务大数据体系底层基础设施已基本建成，未来或向信息共享、数据融合、深化应用、业务创新等层面进一步推进	数据要素
2022.11.25	市十五届人大常委会	《北京市数字经济促进条例》	条例规定了数据汇集、利用、开放、交易和数据要素收益分配等多方面内容	基础设施、数据资源、数字化产业、产业数字化、智慧城市建设、数字经济安全
2022.11.28	国家发展和改革委员会	《国务院关于数字经济发展情况的报告》	与数字经济发展战略、“十四五”数字经济发展规划一脉相承	关键核心技术攻关、数字基础设施建设、数字产业创新发展、产业数字化转型、数字公共服务、数字经济治理体系、网络安全和数据安全保护、数字经济国际合作
2022.12.19	中央全面深化改革委员会第二十六次会议	《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	建立保障权益、合规使用的数据产权制度；建立合规高效、场内外结合的数据要素流通和交易制度；建立安全可控、弹性包容的数据要素治理制度等	数据要素、数据安全

资料来源：中国政府网，新华社，求是，人民政协，发改委，北京市人民政府，中银证券

数据局局长正式任命，统筹数字中国发展蓝图。3月7日，根据国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案，将组建国家数据局。国家正从部委机构改革层面为数字经济发展做好准备，以此宏观统筹数字中国的发展蓝图。7月28日，据人力资源和社会保障部消息，任命刘烈宏为国家数据局局长。数据局局长正式到位，我国数据要素市场的规划建设将开启加速之路。

图表 13.数据局的职能和角色



资料来源：中国政府网，中银证券

地方细则加速启动，试点工作陆续开展。2021-2023 年，广东、四川、浙江、上海、河南、长沙等地均已启动数据要素相关试点工作，力争在区域性数据要素市场的工作机制、资源管理平台、参与主体和载体、数据产品与服务、政策与运营体系、典型案例等方面实现有效探索，政策推进速度持续超预期。

图表 14.部分地区数据要素试点方案梳理

时间	地区	主题
2021/7/11	广东	广东省数据要素市场化配置改革行动方案。
2022/5/30	贵阳	《数据要素流通交易规则(试行)》《数据产品成本评估指引1.0》《数据交易合规性审查指南》《贵州省数据流通平台运营管理办法》等8部规则。
2022/10/25	四川	2022年四川省数据要素市场化配置改革试点申报工作正式启动。
2022/10/27	浙江	浙江省推进产业数据价值化改革试点方案。
2022/11/25	上海	张江数据要素产业集聚区试点建设方案。
2022/12/19	浙江	浙江省经济和信息化厅印发关于推进浙江省产品主数据标准试点的实施意见（试行）的通知。
2023/3/31	广东	2023年广东省数字经济工作要点。
2023/7/15	长沙	《长沙市政务数据运营暂行管理办法（征求意见稿）》。
2023/8/15	上海	《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案2023-2025年》。

资料来源：广东省人民政府，贵州人民政府，四川省人民政府，浙江经信，中国新闻网，数据长沙，上海市人民政府，中银证券

上海数据要素市场先行先试，引领发展

上海数据要素产业方案先发，走在全国前列。8月15日，上海市人民政府办公厅印发了《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》（以下简称《方案》）。《方案》明确2025年数据要素产业发展目标，包括建立稳固的数据要素市场体系、巩固国家级数据交易所地位、释放数据要素产业活力，推动数据产业规模达到5000亿元，年均复合增长率达15%，引育1000家数据商企业，以及培养高质量数据集、品牌数据产品和国家级大数据产业示范标杆等。

图表 15.上海数据要素产业方案



资料来源：上海市人民政府，中银证券

上海数据集团成立，加快数据资源整合与布局。2022年9月，上海数据集团有限公司正式揭牌成立。数据集团是以数据为核心业务的具有功能保障属性的市场竞争类企业，功能定位是构建数据要素市场、激发数据要素潜能、保障数据安全。集团将承担本市公共数据、国企数据、行业数据及其他社会数据的授权运营，将成为上海主要数据资源和产品供应商。通过上海数据交易所推动数据交易流通，实现各类数据的融合治理、开发利用。集团作为上海一体化城市大数据资源基础治理的支撑主体，围绕数字产业化、产业数字化以及数据生态领域开展布局，致力于成为国内数据要素交汇、供给、配置及市场化开发利用的领军企业。

图表 16.上海数据集团的主要作用和业务板块初步明确



资料来源：上海市数据集团，中银证券

上海数交所加速发展，引领行业。上海数据交易所（下称“上海数交所”）于2021年11月正式揭牌成立，到2022年底交易金额已经突破1亿元，构建了金融、航运交通、国际等多个数据产品板块，挂牌产品近1000个。上海数交所创新性地提出了数据资产形成的“三步蒸馏法”，按照“数据资源-数据产品-可交易数据产品-数据资产”的途径确认数据资产。2022年8月24日，上海数交所以“五大首发”在全国率先设立数字资产板块，重构数字资产体系。

目标建设国家数据交易所，大力开启繁荣计划。2023年7月25日，上海数交所发布了《关于开展促进数据要素流通专项补贴的通知》，试点实施专项补贴，支持数据产品登记挂牌和交易。2023年8月21日，上海数交所进一步发布“数据要素市场繁荣计划”，设立1亿元专项激励资金，鼓励各市场主体积极参与场内数据交易：（1）对于在上海数交所首次登记并挂牌的数据产品供方企业，按照每家不超过10万元的额度给予一次性补贴；（2）对于符合一定交易合同数量且达成相应交易额的数据产品供需方企业，给予数据产品交易示范补贴；（3）对于优质数商将给予培育补贴。上海数交所将进一步提升行业站位，主动成为国家数据产权制度的承接者，推动数据产权制度的先行先试。

图表 17. 上海数交所业务板块



资料来源：上海数据交易所官网，中银证券

上海数据要素市场发展走在全国前列，本地卡位厂商首先受益。上海市数据集团建立，上海数据交易所的数据资产设立，上海当地相关各部门都在加快制定出台数据要素市场发展的相关细则和实施方案，上海地方的数据要素市场发展走在全国范围的前列。在此预想下，我们认为上海的数据要素市场机会先行，在本地具备业务与资源背景卡位的厂商将首先受益。

公司国资背景和业务卡位优势突出

国资委实际控制，背景资源深厚。公司第一大股东为上海仪电集团，是上海市国有资产监督管理委员会所属的国有大型企业集团。基于“仪电云”信息平台，上海仪电集团以数据为核心、以人工智能技术为驱动，创新运营模式，打造支撑“物联、上云、赋智”数字化转型整体解决方案，积极发挥上海城市数字化转型建设主力军作用。公司为上海国资委旗下核心平台，其不仅为上海市大数据中心资源平台总集成商和运营商、数据运营平台总运营商，且母公司仪电集团与上海数据交易所、数据集团渊源深厚。公司是上海数据要素领域的核心信息化地方国企，资源背景深厚。

公司深度参与上海大数据建设，已在十个区实施了大数据项目。自2017年云赛智联承接上海市电子政务云IaaS平台后，公司在政务大数据领域不断取得突破，相继完成了上海市电子政务云中间平台的建设和运营，上海市电子政务云PaaS平台的建设，承接了上海市DaaS数据平台集成和数据运营总包项目，上海市大数据中心大数据资源平台建设、数据运营服务等。

目前，云赛智联已经成为上海市大数据中心资源平台总集成商和运营商、数据运营平台总运营商。云赛智联已在闵行、崇明等十个区分别实施了大数据建设和运营及“两网建设”项目。并已承接智慧城市运行管理平台数据资源能力提升、数据治理服务等项目、苏州相城区“一网统管”顶层规划项目。2022年，公司中标上海超级计算中心市公共算力服务平台建设项目，助力打造上海市超大规模人工智能计算和赋能平台。公司承接了各类数据汇聚、数据治理、数据运营、数据分析挖掘等项目，深度参与上海大数据资源平台建设与运营。

公司拥有数据要素数据加工全链条业务，厚积待发。公司持续做深大数据产业，逐步建立起政企大数据平台建设与运营能力，涵盖数据底座建设、数据采集、数据清洗、数据分析、数据应用等能力，具备数据治理的全链能力。



中银证券

数据收集：云赛智联以自主研发、生产、销售和项目实施为主要业务模式，兼具平台运营、软硬件一体化终端综合服务。公司拥有“雷磁”、“仪电物光”、“仪电分析”等上海市著名商标和品牌，产品销售覆盖全国及部分海外市场。公司以坚持提升核心技术和综合竞争力，抓住国产化替代发展机遇，在重点领域和关键环节谋求突破，致力于引领国内科学仪器产品中高端市场。

数据存储：云赛智联定位于中立第三方高端数据中心运营商，据公司2023年半年报，其拥有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心累计超7,000个机柜资源。

数据治理：公司逐步建立起政企大数据平台建设与运营能力，涵盖数据底座建设、数据采集、数据清洗、数据分析、数据应用等能力。至今公司已在在闵行、崇明等十个区分别实施了大数据建设和运营及“两网建设”项目，为国资委等多个委办提供派驻式服务。

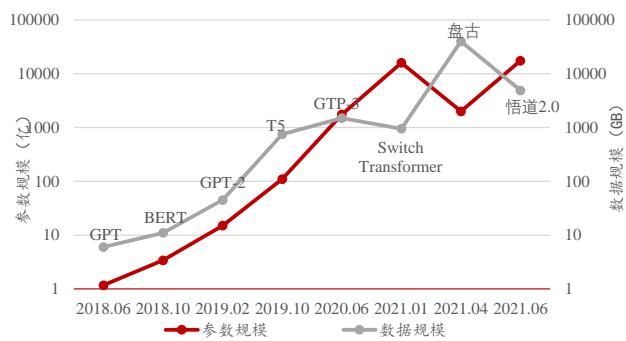
上海智算建设核心力量

AIGC 带动全球算力需求高速扩张

ChatGPT 开启大模型“军备赛”，算力呈现明显缺口。数据、平台、算力是打造大模型生态的必备基础，且算力是训练大模型的底层动力源泉，一个优秀的算力底座在大模型(AI 算法)的训练和推理具备效率优势；同时，算力是 AI 技术角逐“入场券”，其中 AI 服务器、AI 芯片等为核心产品；此外，以英伟达为代表的科技公司正在快速补足全球 AI 算力需求，为大模型增添必备“燃料”。我们认为目前全球科技企业正处于算法和应用快速落地的时间内，算力短期呈现高速增长。

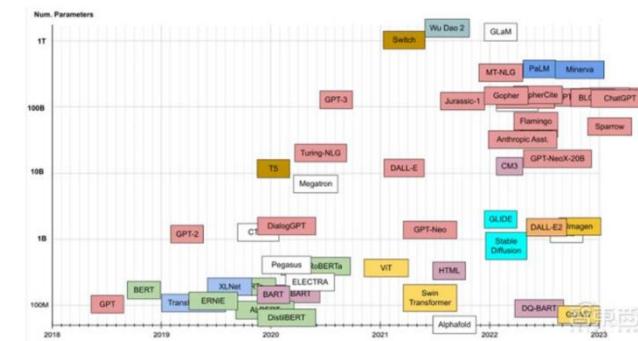
大模型参数呈现指数规模，带动大量算力需求。根据财联社和 OpenAI 数据，ChatGPT 浪潮下算力缺口明显，根据 OpenAI 数据，模型计算量增长速度远超人工智能硬件算力增长速度，存在万倍差距。运算规模的增长，带动了对 AI 训练芯片单点算力提升的需求，并对数据传输速度提出了更高的要求。根据智东西数据，过去五年，大模型发展呈现指数级别，部分大模型已达万亿级别，因此对算力需求也随之攀升。

图表 18. 大模型参数数量和训练数据规模快速增长



资料来源：智东西，中银证券

图表 19. 近年大模型的参数规模高速增长



资料来源：财联社，中银证券

英伟达 AI 算力产品需求暴增。公司陆续发布新产品，AI Foundations, DGX 超级计算机，全新 RTX4070，以及 DGX GH200 AI 超级计算机等全新 AI 产品。公司 AI 芯片业务高增，市场需求量明显增多。根据公司 2023 年上半年业绩发布会，公司二季度 AI 芯片所在数据中心业务收入达 103.2 亿美元(环比+171%，同比+141%)创历史新高，二季度营收 135 亿美元，同比大幅增长 101%。业绩会上英伟达称，众多云公司竞相部署 AI 芯片，其锁定了数据中心芯片的大幅增长，计划下半年大幅增加供应。

图表 20. 英伟达 2023 年相关 AI 产品



资料来源：新浪，英伟达官网，中银证券

2023年3月23日GTC会议，英伟达全新AI相关产品助力全球AI生态。1) 基础软件：推出全新加速库；2) 芯片方面：推出数据中心Grace CPU，具备高能效、高运行速度等优势；3) 服务器：推出DGX超级计算机；4) 全新AI服务平台（DGX云与生成式AI服务），AI的“iPhone”时刻已经来临，AI foundations云服务能够构建、改进和操作定制的大型语言模型和生成式AI模型，助力初创企业具备拥有生成式AI的能力，且已经具备多种生成式AI模型和相应案例。

AI高算力芯片需求有望长期持续。我们认为此次AI浪潮不同于元宇宙阶段，大模型已经产生相关落地应用，相关大模型的火热势必对算力产生超高需求，英伟达的AI算力芯片需求有望长期持续。

图表 21.英伟达加速计算库和 DGX H100



资料来源：英伟达官网，中银证券

上海算力规划明确，建设节奏加快

上海市量化算力建设目标，推进算力资源统一调度。2023年4月，上海市经济信息化委关于印发《上海市推进算力资源统一调度指导意见》（后称《指导意见》）的通知，要求“十四五”期间逐步推进建设“算网布局不断完善、算力资源供给充沛、算力结构持续优化、算效水平稳步提升、应用场景不断丰富”的发展格局。

到2023年底，依托上海市人工智能公共算力服务平台，接入并调度4个以上算力基础设施，可调度智能算力达到1,000 PFLOPS (FP16)以上；

到2025年，上海人工智能公共算力服务平台能级跃升，完善算力交易机制，实现跨地域算力智能调度，通过高效算力调度，推动算力供需均衡，带动产业发展作用显著增强。上海市数据中心算力超过18,000 PFLOPS (FP32)；新建数据中心绿色算力占比超过10%（不含市电结构中的绿电）；集聚区新建大型数据中心综合PUE降至1.25以内，绿色低碳等级达到4A级以上。

图表 22.《上海市推进算力资源统一调度指导意见》重点任务

方面	内容
构建科创算力新设施	包括推动头部企业接入市人工智能公共算力服务平台，构建一体化算力调度服务体系和平台基础框架，实现算力资源统一编排。
统筹算力基础设施布局	形成枢纽型数据中心集群、城市数据中心集聚区、边缘数据中心梯次布局。
推动算力网络建设优化	依托基础电信运营企业网络资源，结合算网特点，建设技术先进的极速算力承载网。
加快算力调度技术研发	开展多云管理、云网协同、算力度量、算力感知、算网融合等关键技术创新研发，培育关键核心技术生态链。
完善算力交易机制体系	研究制定算力资源度量标准与体系，分类分级制定算力产品价格体系。

资料来源：上海市经济信息化委，中银证券

上海算力建设规划走在全国前列，到2025年算力翻两番

2022年6月上海发布新型数据中心“算力浦江”行动计划，要求到2024年上海市总算力将超过15EFLOPS，高性能算力占比达到35%。截至2023年7月，上海浦东已建成亚洲领先的AI算力中心，累计建成5G室外基站超18000个，已建和在建互联网数据中心机架数达30万架，算力数据“新供给”国内领先。

2023年6月，上海市发布《上海市算力基础设施发展报告（2023年）》，上海整体算力规模（含在建）超14EFLOPS（每秒百亿亿次浮点运算次数），上海算力指数排名位列全国第一，综合算力指数排名位列全国第二。截至2022年年底，上海整体算力规模（含在建）超14EFLOPS（每秒百亿亿次浮点运算次数），上海电信、移动、联通三家基础电信企业共建成5G基站总数7.1万个，完善主干光缆建设3500公里，IPv6互联网活跃用户占比71.5%。

2023年7月，上海市印发《上海市进一步提高产品、工程和服务质量行动方案（2023—2025年）》。《方案》提出，上海将统筹布局长三角公共算力中心、边缘计算节点，制定长三角城市算力供应标准。

2023年8月，上海市人民政府办公厅印发《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》，要求建设高效协同的算力体系，建设“E级”超算载体、人工智能公共算力平台，因地制宜部署边缘计算资源池，对接“东数西算”国家战略，建设枢纽型算力调度平台，到2025年，算力总规模较“十三五”期末翻两番。

图表 23.上海算力建设走在全国前列

发布时间	发布单位	政策/文件	相关内容
2022.6	上海通信管理局	《新型数据中心“算力浦江”行动计划（2022-2024年）》	2024年，上海信息通信行业将基本形成布局合理、算网协同、软硬协同、低碳高效、数字化转型带动能力突出、产业链更加完备的新型数据中心发展体系，初步建成全国一体化算力网络上海枢纽节点，形成与本市数字经济发展方式相适应、长三角地区协同发展的算力服务发展格局，建成具有亚太乃至全球影响力的高能级算力枢纽中心
2023.4	上海市经济和信息化委员会	《上海市推进算力资源统一调度指导意见》	优化基础设施布局、结构、功能和系统集成，构建现代化基础设施体系”的建设要求和上海市委市政府关于全面推进城市数字化转型的意见精神，深化推进本市算力资源高效、开放、有序使用，更好满足“十四五”期间产业发展持续增长的需求
2023.5	上海市人民政府	《上海市助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施》	上海将发放“AI算力券”，重点支持租用市智能算力且用于核心算法创新、模型研发的企业，最高按合同费用20%进行支持；发放“智评券”，市级安排资金5000万元，同时鼓励各区进行政策配套，支持企业采购智能制造成熟度能力评估诊断服务，今年计划推动3000家规上工业企业完成测评
2023.5	上海市发展和改革委员会	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	充分发挥人工智能创新发展专项等引导作用，支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设。推动“补需方”改革，支持高校、科研机构、国有企业通过政府采购、租用等方式使用民间投资的数据储存和算力资源；通过科技创新券支持民营企业租用算力、存储资源；推动政府部门租用民间投资专用算力支持大语义学习、元宇宙、时空底图等专业场景应用。
2023.7	上海市市场监督管理局等18部门	《上海市进一步提高产品、工程质量和服务质量行动方案（2023—2025年）》	布局国产算法框架与算力硬件设施，打造人工智能公共算力服务平台。建设人工智能算力及芯片评测联合实验室和计算存储一体化平台。统筹布局长三角公共算力中心、边缘计算节点，超前布局物联网等新型基础设施。制定长三角城市算力供应标准。
2023.8	上海市人民政府	《立足数字经济新赛道推动数据要素产业创新发展行动方案（2023-2025年）》	建设高效协同的算力体系，建设“E级”超算载体、人工智能公共算力平台，因地制宜部署边缘计算资源池，对接“东数西算”国家战略，建设枢纽型算力调度平台，到2025年，算力总规模较“十三五”期末翻两番。

资料来源：上海市人民政府，上海市发改委，上海通信管理局，中银证券

承建上海多处数据中心，主力推进上海算力建设

数据中心建设是云赛智联“做优IDC”战略路径的重要基石。公司定位于中立第三方高端数据中心运营商，截至2023年上半年报，公司已经拥有徐汇数据中心、宝山云计算中心、宝山大数据中心、松江大数据中心累计超7000个机柜资源。其中，新建设的松江大数据中心一期项目获得“长三角绿色低碳示范数据中心大奖”，并成为“国家新型数据交换中心节点”，通过“国标最高等级的增强级(GB50174-2017A级)”认证。2022年，公司投资建设了110KV独立电力用户站。在数据中心云托管业务领域，公司致力于为政府和企业客户提供个性化需求的托管服务，建设和运营市国资委国企监管云、市委网信办媒体云，为中国太平洋保险集团、光明集团等诸多重要客户提供云托管服务。

图表 24.公司数据中心承建业务深厚



资料来源：上海市人工智能行业协会公，中银证券

松江大数据计算中心入选《上海市新型数据中心创新发展案例》，助力上海新型数据中心规划扎实落地。由上海市通信学会、上海市通信学会新型数据中心专家委员会开展的《“算力浦江”-2022 新型数据中心创新发展案例集》征集评选中，上海仪电旗下云赛智联所属上海科技网络通信有限公司松江大数据计算中心经过专家层层评选，凭借在绿色低碳实践中的优异表现，入选“上海市新型数据中心创新发展案例——高能效”名单。

图表 25.公司松江大数据计算中心



资料来源：公司公众号，中银证券

增资建设上海智能算力公司，主力推动上海算力建设。今年6月，云赛智联与仪电集团、数据集团、信投股份及其他非关联股东方，以向上海智能算力科技有限公司同比例增资的方式，共同出资建立算力设施公司。其中，仪电集团作为主要发起方，在合资公司评估值基础上进行现金增资，拟增资至88,000万元，持股44%；云赛智联拟增资22,000万元，持股11%；数据集团拟增资20,000万元，持股10%；信投股份拟增资40,000万元，持股20%；其他非关联股东拟增资30,000万元，持股15%。合资公司将进一步搭建城市级算力调度平台，为人工智能模型训练及应用推演提供算力支撑，满足大模型集群训练的需求，有望为公司带来优质客户，扩大市场影响力，并加速机柜上架进程。

盈利预测与投资建议

基本假设与盈利预测

数据要素及算力两大新驱动力，背靠国资稳定放出业绩

- (1) **云服务大数据业务:** 公司提供基础算力设施、数据中心、云服务等产品，伴随上海智算平台加速落地，数据中心机柜租金收入有望快速增长，2024-2025年收入提速兑现。同时，数据加工业务收入也将带来客观收入增量，增厚公司利润，预计在2024年开始体现。2023~2025年收入增速保持20~40%。考虑2023年宏观环境同比改善及业务规模效应，毛利率水平稳步提升。
- (2) **行业解决方案:** 业务围绕城市与民生的多行业智能化解决方案，在数字经济整体方案下，行业智能化趋势延续，公司订单有望保持快速增长，2023~2025年收入增速保持10~15%。随着业务规模的稳步增长，宏观环境改善，毛利率将稳步提升。
- (3) **智能产品:** 仪电的智能产品保持技术与供给优势，预计2023年兑现部分2022年的延后收入，2023~2025年整体保持平稳增长。毛利率稳步提升。

费用率假设

随着公司规模效应逐步打开，销售费用和管理费用率稳定下滑。同时公司保持研发投入力度，新产品与方案持续推出，研发费用率略有提升。

图表 26. 盈利预测

(单位：百万，%)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
业务1-云服务大数据					
收入	2,592.47	2,574.01	3,088.81	4,015.45	5,621.63
YoY	15.45%	-0.71%	20.00%	30.00%	40.00%
毛利率	18.10%	19.03%	21.00%	22.00%	23.00%
业务2-行业解决方案					
收入	1,596.01	1,450.79	1,668.41	1,835.25	2,018.78
YoY	-4.93%	-9.10%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	15.91%	15.33%	16.00%	16.50%	16.50%
业务3-智能产品					
收入	708.91	556.72	612.39	673.63	741.00
YoY	3.64%	-21.47%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	36.61%	37.44%	38.50%	38.50%	39.50%
业务4-其他产品					
收入	11.78	9.73	11.18	12.30	13.53
YoY	-30.45%	-17.46%	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	57.51%	29.55%	30.00%	31.00%	31.00%
其他业务					
收入	190.77	2.53	2.78	3.06	3.36
YoY	1552.14%	-98.68%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	57.51%	29.55%	30.00%	31.00%	31.00%
内部业务抵消					
收入	(106.96)	(59.53)	(71.36)	(79.28)	(70.06)
YoY	124.71%	-44.35%	19.89%	11.10%	-11.64%
毛利率	18.78%	55.56%	50.00%	50.00%	50.00%
合计					
收入	4,992.98	4,534.25	5,312.22	6,460.42	8,328.25
YoY	8.80%	-9.19%	17.16%	21.61%	28.91%
毛利率	21.61%	19.66%	21.08%	21.84%	22.68%

资料来源：万得，中银证券

图表 27. 费用率假设

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	4.37%	4.93%	4.53%	4.33%	4.23%
管理费用率	5.64%	6.44%	6.04%	5.94%	5.84%
研发费用率	7.42%	7.96%	8.06%	8.26%	8.56%

资料来源：万得，中银证券

业绩预测

综合以上预测，预计公司 2023~2025 年营收 53.12、64.60 和 83.28 亿元，归母净利润为 2.30、3.01、4.13 亿元，对应 EPS 为 0.17 元、0.22 元和 0.30 元，对应 PE 分别为 81X、62X、45X。

估值分析与投资建议

公司估值尚有 40% 以上提升空间，算力建设与数据要素落地可给予更高溢价

考虑公司云计算与大数据（国资云、智慧政府、算力平台、数据加工）业务，选取太极股份、深桑达、易华录、万达信息作为可比公司。可比公司 2023 年平均估值预测为 142 倍，公司相比可比公司平均水平尚有 40% 以上的提升空间。2024 年-2025 年公司利润增速具备高速增长潜力，尚存较高的估值空间。

图表 28. 可比公司估值对比

公司名称	股票代码	股价	市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
太极股份	002368	32.40	207	0.81	1.05	1.37	40	31	24
深桑达	000032	24.09	278	0.25	0.44	0.70	95	55	35
易华录	300212	32.77	221	0.14	0.52	0.81	228	63	41
万达信息	300168	9.67	141	0.05	0.19	0.31	205	52	31
平均				0.31	0.55	0.80	142	50	32
云赛智联	600602	13.60	188	0.17	0.22	0.30	81	62	45

资料来源：除云赛智联外其他公司数据均来自万得一致性预测，中银证券

注：股价截至 2023/9/14。

投资建议：（1）数据要素方面，上海是重要数据中心，数据要素市场建设进度有望全国领先，公司实控人为上海市国资委，为上海市大数据中心数据资源平台总集成商和运维商、上海市大数据中心数据运营平台总运营商，业务覆盖数据要素产业链多个环节，有望在上海数据要素市场建设中充分受益。（2）算力方面，公司通过上海智算公司平台开展上海的算力建设，预计后续将产生持续租赁收入。上海算力建设要求走在全国前列，公司作为建设主力军有望长期核心受益。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

(1) 政府预算不及预期

公司开展业务主要客户为政府，政府支出预算可能不及预期

(2) AI 应用落地不及预期

AI 技术应用和产品落地不及预期，导致算力需求不及预期

(3) 宏观环境影响

宏观环境影响，产业下游需求可能不及预期。



利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,993	4,534	5,312	6,460	8,328
营业收入	4,993	4,534	5,312	6,460	8,328
营业成本	3,917	3,639	4,192	5,050	6,439
营业税金及附加	19	14	18	21	28
销售费用	218	224	241	280	352
管理费用	282	292	321	383	486
研发费用	370	361	428	534	713
财务费用	(82)	(89)	(89)	(92)	(94)
其他收益	33	26	33	30	27
资产减值损失	(36)	(39)	(30)	(34)	(34)
信用减值损失	(4)	(21)	(16)	(14)	(17)
资产处置收益	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	(12)	0	(25)	(13)	(19)
投资收益	36	133	93	81	102
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	285	194	256	336	463
营业外收入	30	12	21	21	18
营业外支出	2	2	3	3	3
利润总额	312	203	274	354	478
所得税	20	15	18	25	32
净利润	292	188	256	330	446
少数股东损益	36	7	26	29	34
归母净利润	257	181	230	301	413
EBITDA	164	43	171	236	347
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.19	0.13	0.17	0.22	0.30

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	292	188	256	330	446
折旧摊销	18	97	105	91	88
营运资金变动	(74)	16	(123)	74	(224)
其他	(79)	(88)	(136)	(142)	(157)
经营活动现金流	156	213	101	352	153
资本支出	(258)	(204)	(228)	(224)	(226)
投资变动	327	255	53	25	(2)
其他	(372)	(57)	115	113	120
投资活动现金流	(303)	(6)	(60)	(86)	(108)
银行借款	152	18	(3)	92	(55)
股权融资	(329)	(138)	(70)	(91)	(125)
其他	217	51	108	83	99
筹资活动现金流	40	(69)	35	84	(80)
净现金流	(106)	139	77	350	(35)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)					
营业收入增长率(%)	8.8	(9.2)	17.2	21.6	28.9
营业利润增长率(%)	(5.7)	(32.0)	32.3	31.2	37.8
归属于母公司净利润增长率(%)	3.2	(29.6)	27.4	30.7	37.1
息税前利润增长率(%)	4.9	(137.1)	(221.9)	120.6	78.0
息税折旧前利润增长率(%)	(17.3)	(73.9)	299.4	38.5	46.7
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	3.2	(29.6)	27.4	30.7	37.1
盈利能力					
息税前利润率(%)	2.9	(1.2)	1.2	2.3	3.1
营业利润率(%)	5.7	4.3	4.8	5.2	5.6
毛利率(%)	21.5	19.7	21.1	21.8	22.7
归属净利润率(%)	5.1	4.0	4.3	4.7	5.0
ROE(%)	5.8	4.0	4.9	6.1	7.9
ROIC(%)	12.7	(4.1)	4.5	9.5	14.3
偿债能力					
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
净负债权益比	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
流动比率	2.9	2.8	2.8	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	6.4	5.9	6.1	6.0	6.1
应付账款周转率	6.5	6.0	6.3	6.3	6.4
费用率					
销售费用率(%)	4.4	4.9	4.5	4.3	4.2
管理费用率(%)	5.6	6.4	6.0	5.9	5.8
研发费用率(%)	7.4	8.0	8.1	8.3	8.6
财务费用率(%)	(1.6)	(2.0)	(1.7)	(1.4)	(1.1)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.2	0.1	0.3	0.1
每股净资产(最新摊薄)	3.3	3.3	3.4	3.6	3.8
每股股息	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	72.5	102.9	80.8	61.8	45.1
P/B(最新摊薄)	4.2	4.1	4.0	3.8	3.6
EV/EBITDA	32.3	196.8	88.3	63.0	42.7
价格/现金流 (倍)	119.1	87.1	184.1	52.9	121.4

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 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 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 6-12 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