

2021年03月25日

天喻信息 (300205.SZ)

校企改革方案落地, 激发释放企业活力

■ **深耕数据安全, 以卡为盾终端为矛。**公司以智能卡业务起家, 业务包括金融 IC 卡、ETC 卡等; 后业务逐步拓展至 POS 终端, 产品包括传统 POS 终端、无线 POS 终端、二维码 POS 终端等。过去十年智能卡行业经历了高速发展, 从总量上来看规模已接近饱和。受益于国产芯片卡的技术成熟及成本优势, 国产芯片卡市场占比由 2016 年 21% 迅速提升至 2019 年 47%, 我们判断未来驱动智能卡业绩增速的主要动能来自于国产芯片卡的加速渗透。POS 终端行业预计仍将处于景气区间, 行业增速预计将超过 20%。公司是 POS 终端行业龙头企业, 亚太地区市占率达到 15%。公司 POS 终端技术储备充分, 积极探索人脸识别等基于生物识别技术的支付场景, 随着新型 POS 终端的需求提振, 预计公司终端业务将重回快速增长。

■ **实控人变更, 公司市场化程度有望大幅提升。**2021 年 3 月 21 日公司公告产业集团、华工创投与同喻投资签署了《股份转让协议》, 约定同喻投资以 10.37 元/股的价格受让产业集团、华工创投合计持有的公司 105,699,178 股股份, 占公司总股本的 24.58%。本次交易后, 同喻投资持股占总股本的 24.58%。产业集团、华工创投将分别持股占公司总股本的 2.99%、2.00%。股份转让交易完成后公司实控人将由华中科技大学变更为艾迪和闫春雨。校企改革进入深水区, 引入社会资本有望大幅激发企业主体活力。参考过往国企改革的成功经验, 我们认为通过引入社会资本将能够有效激发企业主体活力, 促进企业降本提质增效。实控人变更后, 我们预计新董事会将有可能通过精简组织架构、重新统筹人员薪酬开支等方式降低公司管理费用开支, 从而使整体经营效率得到提升。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 17.05 亿元、20.28 亿元、24.31 亿元; 净利润分别为 -0.61 亿元、0.34 亿元、1.22 亿元。受益于实控人变更带来经营效率提升, 首次覆盖, 给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示:** 组织架构调整效果不及预期, 新型智能 POS 终端推广不及预期, 教育信息化推广进程不及预期

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,397.0	2,212.1	1,705.0	2,028.3	2,431.1
净利润	101.0	192.4	-60.7	34.0	122.0
每股收益(元)	0.23	0.45	-0.14	0.08	0.28
每股净资产(元)	2.96	3.32	3.17	3.25	3.54

公司动态分析

证券研究报告

专用计算机设备

投资评级 **买入-A**

首次评级

股价 (2021-03-24) **10.13 元**

交易数据

总市值(百万元)	4,356.47
流通市值(百万元)	4,315.27
总股本(百万股)	430.06
流通股本(百万股)	425.99
12个月价格区间	7.34/16.35 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	35.04	1.81	-50.34
绝对收益	22.64	-4.79	-9.97

马天诣

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521030001
maty@essence.com.cn

相关报告

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	43.1	22.6	-71.8	128.2	35.7
市净率(倍)	3.4	3.0	3.2	3.1	2.9
净利润率	4.2%	8.7%	-3.6%	1.7%	5.0%
净资产收益率	7.9%	13.5%	-4.4%	2.4%	8.0%
股息收益率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	19.4%	25.0%	-10.1%	9.8%	28.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 深耕数据安全，以卡为盾终端为矛	4
2. 实控人变更，公司市场化程度有望大幅提升	6
3. 盈利预测与投资建议	8
4. 风险提示	8
4.1. 组织架构调整效果不及预期	8
4.2. 新型智能 POS 终端推广不及预期	8
4.3. 教育信息化推广进程不及预期	8

图表目录

图 1: 2011-2020Q3 营业收入情况及同比增长 (单位: 亿元)	4
图 2: 2011-2020Q3 净利润情况及同比增长 (单位: 亿元)	4
图 3: 2008-2020H1 智能卡业务收入情况及同比增速 (单位: 亿元)	5
图 4: 2016-2019 国内金融 IC 卡订购量及国产芯片卡占比 (单位: 亿张)	5
图 5: 2015-2025 全球 POS 终端需求及同比增长	5
图 6: 2019 年全球 POS 终端类型分布情况	5
图 7: 2019 年亚太区域 POS 机出货量	6
图 8: 2015-2020H1 终端业务收入及同比增长 (单位: 亿元)	6
图 9: 2015-2020H1 全资子公司天喻教育营业收入情况 (单位: 百万元)	6
图 10: 股份转让交易完成前公司股权结构	7
图 11: 股份转让交易完成后公司股权结构	7
表 1: 公司主营业务构成	4
表 2: 校企改革政策梳理	8

1. 深耕数据安全，以卡为盾终端为矛

公司以智能卡起家，现业务覆盖安全智能卡、智能终端、税控终端和智慧财税综合服务、物联网技术服务云平台 and K12 智慧教育五大领域。公司创立于 1999 年，成立之初着力拓展智能卡市场，产品包括通信智能卡、金融 IC 卡、加油卡等多种类别智能卡。2014 年起，考虑到智能卡业务利润增长空间逐渐达到瓶颈，公司提出“云+端”、“产品+服务”的发展战略推进各项业务，在金融、通信、交通、教育、税控等领域，发展基于数据安全的智能卡、终端、服务平台业务。

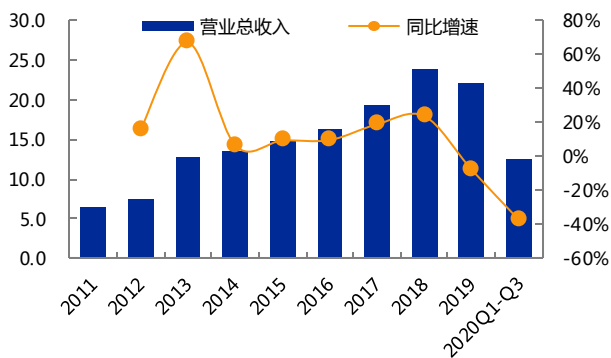
表 1：公司主营业务构成

主营业务	子业务板块	主要产品
智能卡业务	金融 IC 卡	银行 IC 卡、金融社保卡等
	通信智能卡	SIM 卡、物联网卡、eSIM 等
智能终端业务	POS 机	无线 POS、mPOS、二维码 POS 等
税控业务	税控智能终端	税控读卡器、税控盘
	税控增值服务	百赋通、百账通、百企通
物联网	物联网技术服务云平台及增值服务	物联网智慧硬件、配套增值服务等
智慧教育	电脑端	教育云平台、智慧教学、智慧校园
	移动端	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

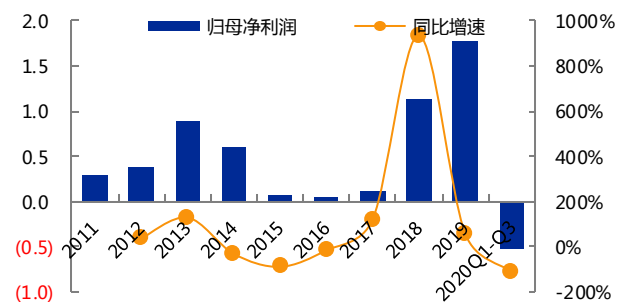
营收增长稳健，归母净利润表现波动较大。公司总营收稳定增长，其 2020 年前三季度营收已基本与 2015 年度营收持平，年底有望追平 2019 年营收。2018 年净利润增速显著，主要系智能终端业务的销售收入提升和资产减值损失变更所致。2019 年净利润增速放缓，主要系毛利率放缓和资产减值损失由正转负所致。

图 1：2011-2020Q3 营业收入情况及同比增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

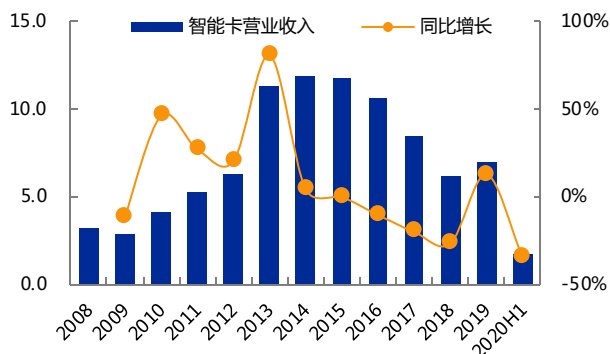
图 2：2011-2020Q3 净利润情况及同比增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

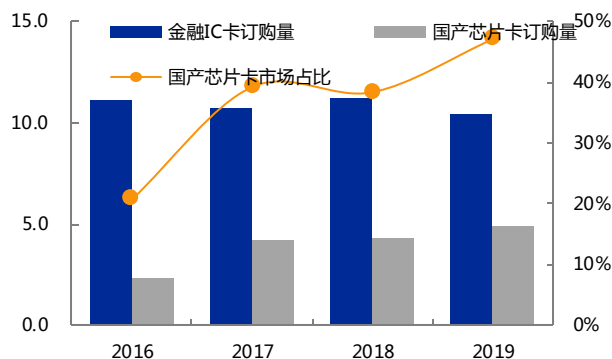
智能卡增长放缓，增长动能主要来自国产芯片卡占比提升。智能卡行业的高速增长时期出现在 2011 年中国人民银行在全国范围内全面推广金融 IC 卡，2010 年到 2013 年的 3 年复合增长率高达 40%。随后智能卡营业收入增速持续下滑，直到 2019 年交通运输部办公厅印发《关于大力推动高速公路 ETC 发展应用工作的通知》，积极推动 ETC 安装使用，使得公司 2019 年智能卡业务同比增长 13%，结束了连续 4 年的负增长。由于金融 IC 卡与 ETC 卡市场总量接近饱和，未来公司智能卡业务的驱动因素主要来自于国产芯片卡的市场占比提升。根据中国银行卡产业发展报告，受益于国产芯片卡的技术成熟及成本优势，国产芯片卡市场占比由 2016 年 21% 迅速提升至 2019 年 47%。

图 3: 2008-2020H1 智能卡业务收入情况及同比增速(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

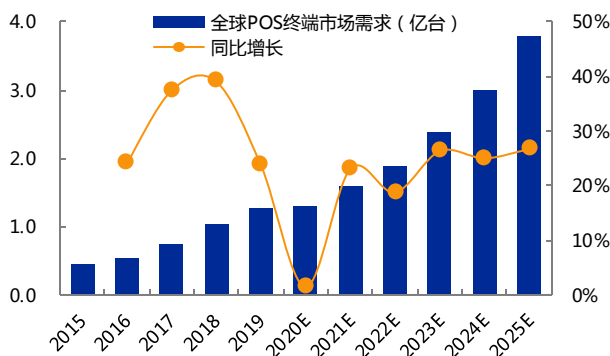
图 4: 2016-2019 国内金融 IC 卡订购量及国产芯片卡占比 (单位: 亿张)



资料来源: 中国银行卡产业发展报告, 安信证券研究中心

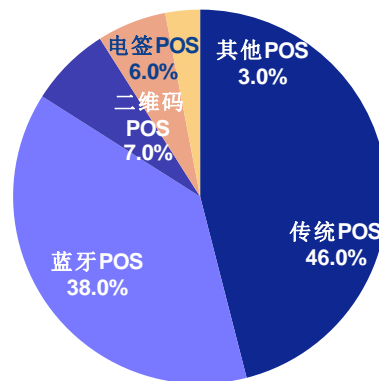
POS 终端市场仍处景气区间, 二维码 POS 等新型 POS 终端份额仍有很大提升空间。根据尼尔森预测, 除 2020 年受新冠疫情影响 POS 终端需求增速降至 1.4% 之外, 全球 POS 终端需求增速均将超过 20%, 行业处于景气区间。其中, 传统 POS 终端和蓝牙 POS 终端需求占绝大多数, 其占比分别达到 46% 和 38%。而二维码 POS 终端、电签 POS 终端等新型 POS 终端占比较低, 合计占比约为 16%, 新型 POS 终端的市场份额仍有很大提升空间。

图 5: 2015-2025 全球 POS 终端需求及同比增长



资料来源: 尼尔森, 安信证券研究中心

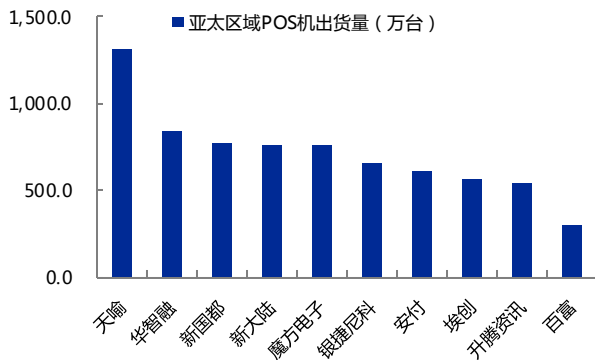
图 6: 2019 年全球 POS 终端类型分布情况



资料来源: 尼尔森, 安信证券研究中心

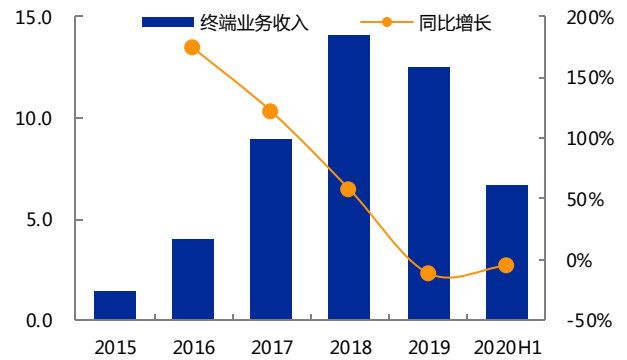
POS 终端技术储备完全, 终端业务有望重回高增长。公司终端业务覆盖种类全面, 包括无线 POS、mPOS、二维码 POS、智能 POS 等产品, 除金融 IC 卡、二维码等支付场景外, 还积极布局人脸识别等基于生物识别技术的支付场景。根据尼尔森统计显示, 2019 年亚太地区 POS 机出货量达到 8620 万台, 公司 2019 年在亚太地区 POS 机出货量达到 1309 万台, 市占率 15.2%, 在亚太地区排名第一。公司近年来终端业务增速放缓, 但是考虑到公司在新型 POS 终端领域技术储备完全, 随着新型 POS 终端需求的提升, 将有望带动公司终端业务重回高增长。

图 7：2019 年亚太区域 POS 机出货量



资料来源：尼尔森，安信证券研究中心

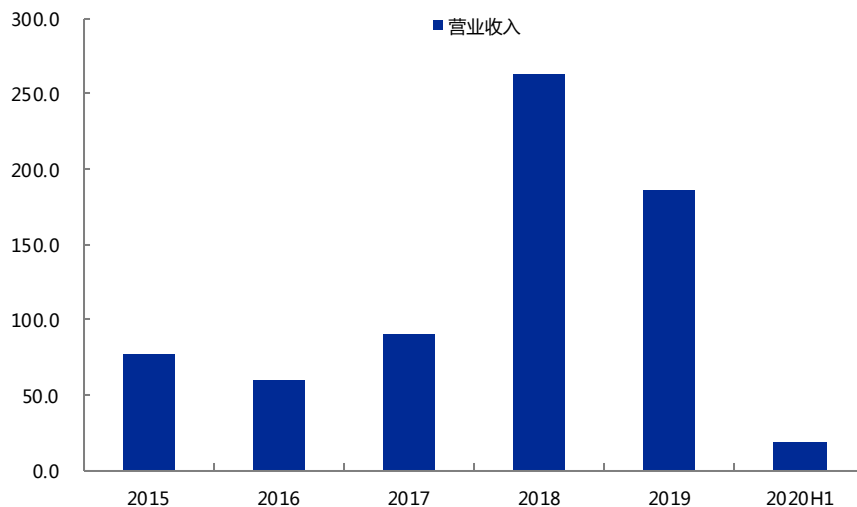
图 8：2015-2020H1 终端业务收入及同比增长 (单位：亿元)



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

拓展教育信息化行业，业绩持续增长。公司从事的是以国家教育信息化为背景的 K12 智慧教育业务。公司围绕教育部政策导向及各级教育主管部门、学校、教师、学生用户需求开发并持续完善智慧教育产品体系（教育云平台、智慧教学、智慧学习、智慧评价、智慧研修、智慧管理、智慧校园），同时汇聚第三方优质资源及应用，为教育主管部门、学校提供业务管理平台及应用，为教师、学生提供涵盖教学全过程的平台、应用及工具，为学生、家长提供课内外精准化在线学习平台、应用及工具，为学校、教师和家长提供家校沟通平台。

图 9：2015-2020H1 全资子公司天喻教育营业收入情况 (单位：百万元)

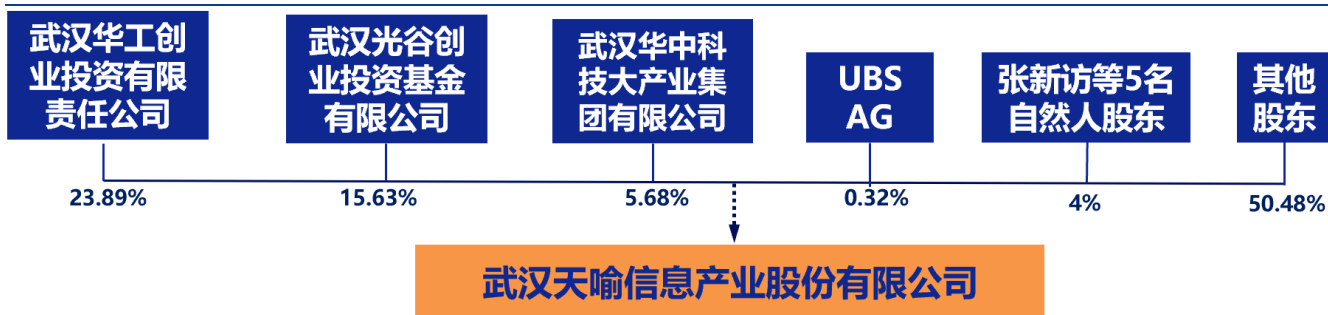


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 实控人变更，公司市场化程度有望大幅提升

股份转让交易完成前公司控股股东为武汉华工创业投资有限责任公司（华工创投），实际控制人为华中科技大学。华中科技大学下属有三家上市校企，分别为华工科技、天喻信息和华中数控。自 2019 年 4 月以来，华工创投曾前后三次减持公司股份，共计减持 1474.42 万股，占总股本比例 3.43%。减持结束后华工创投持股 23.89% 仍为公司第一大股东。

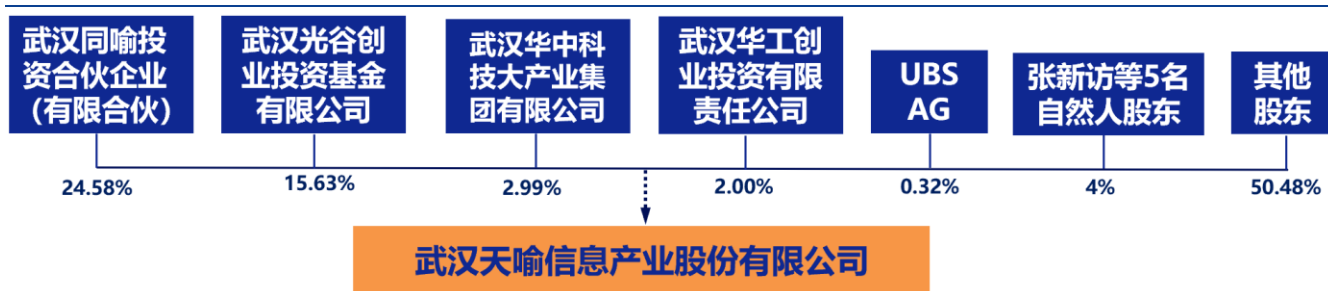
图 10：股份转让交易完成前公司股权结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

股份转让交易完成后公司实控人变更为艾迪和闫春雨。2021年3月21日，公司接到股东产业集团、华工创投通知，经依法公开征集并履行华中科技大学审批程序，产业集团、华工创投与同喻投资于2021年3月21日签署了附生效条件的《股份转让协议》，约定同喻投资以10.37元/股的价格受让产业集团、华工创投合计持有的公司105,699,178股股份，占公司总股本的24.58%，合计转让价款为人民币1,096,100,475.86元。本次交易后，同喻投资将持有公司105,699,178股股份，占公司总股本的24.58%。产业集团、华工创投将分别持有公司12,858,674股、8,601,120股股份，分别占公司总股本的2.99%、2.00%。公司控股股东将变更为同喻投资。艾迪通过西藏联创、闫春雨通过深创智能对同喻投资实施共同控制，艾迪、闫春雨为同喻投资的共同实际控制人，本次交易后，公司实际控制人将变更为艾迪和闫春雨。

图 11：股份转让交易完成后公司股权结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

校企改革进入深水区，引入社会资本有望大幅激发企业主体活力。在校企作为产学研平台的关键载体，承担了重要的科技成果转化职能；但同时也存在着经营效率低，市场竞争力不足的问题。我国校企改革可分为两个阶段，第一阶段2001年至2014年，这一阶段校企改革确立了高校资产经营公司的国有独资性质，要求高校与校企之间建立“防火墙”，在资产管理中仅承担有限责任。第二阶段由2015年开始，预计至2022年结束，主要目的是推动校企提质增效，对经营情况不佳的资产逐步退出。参考过往国企改革的成功经验，我们认为通过引入社会资本将能够有效激发企业主体活力，促进企业降本提质增效。

表 2: 校企改革政策梳理

阶段	政策推出时间	政策文件	主要内容
第一阶段	2001	《关于北京大学清华大学规范校办企业管理体制试点指导意见》	以北大清华为试点探索校企改革方案
	2005	《教育部关于积极发展规范管理高校科技产业的指导意见》	要求重新确立国有经营性资产的责任主体,不得以事业单位法人的身份对外进行投资
	2006	《教育部关于高校产业规范化建设中组建高校资产经营有限公司的若干意见》	要求教育资产和校企资产产权完全分离,同时限制高校冠名权的使用
第二阶段	2015	《教育部关于进一步规范和加强直属高等学校所属企业国有资产管理的若干意见》	对长期亏损、扭亏无望的企业,依法依规关停并转;对与学科建设无关或长期不向高校分配利润的企业,要尽快撤出投资
	2018	《国务院办公厅关于高等学校所属企业体制改革的指导意见》	对时间点进一步明确,要求 2018 年起选取部分高校先行试点,2020 年起全面推开,原则上 2022 年底基本完成改革任务,且原则上高校不再新办企业

资料来源:教育部官网,国务院官网,安信证券研究中心

市场化程度提升,管理费用有望得到有效控制。实控人变更后,我们预计新董事会将有可能通过精简组织架构、重新统筹人员薪酬开支等方式降低公司管理费用开支,从而使整体经营效率得到提升。

3. 盈利预测与投资建议

我们认为,公司业绩的成长催化来源于以下几个方面:1)公司实控人变更有望促使公司降本提效,通过精简组织架构、重新统筹人员薪酬开支等方式降低公司管理费用开支。2)智能卡业务将受益于国产芯片卡市场占比提升。3)终端业务将受益于 POS 终端行业维持高景气度和二维码 POS 终端、电签 POS 终端等新型 POS 终端的占比提升。我们预计公司 2020 年-2022 年的收入分别为 17.05 亿元、20.28 亿元、24.31 亿元;净利润分别为-0.61 亿元、0.34 亿元、1.22 亿元。受益于实控人变更有望带来经营效率大幅提升,首次覆盖,给予“买入-A”投资评级。

4. 风险提示

4.1. 组织架构调整效果不及预期

组织架构变更为公司引入社会资本,公司实控人由华中科技大学变更为艾迪和闫春雨。若组织架构调整对公司现有组织架构影响不显著,会对公司经营效率和提升市场竞争力造成不利影响。

4.2. 新型智能 POS 终端推广不及预期

智能终端市场对新型智能 POS 需求的长期稳健增长是我们进行盈利预测的重要假设之一。若新冠疫情对市场造成消极影响持续,则会造成终端市场对新型 POS 机需求下降,对公司推广新型智能 POS 终端造成不利影响。

4.3. 教育信息化推广进程不及预期

教育信息市场推广有益于公司其“云+端”业务的发展。若教育信息化推广不及预期,则会对公司智慧教育板块业务发展造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,397.0	2,212.1	1,705.0	2,028.3	2,431.1	成长性					
减:营业成本	1,737.0	1,672.4	1,314.6	1,505.3	1,755.6	营业收入增长率	23.8%	-7.7%	-22.9%	19.0%	19.9%
营业税费	16.7	9.9	7.7	9.1	10.9	营业利润增长率	448.5%	60.0%	-131.7%	-160.8%	273.0%
销售费用	247.0	236.0	187.5	213.0	243.1	净利润增长率	347.1%	90.4%	-131.5%	-156.0%	259.1%
管理费用	73.9	85.6	264.3	243.4	243.1	EBITDA 增长率	2962.1%	73.1%	-101.4%	-2177.8	88.9%
财务费用	9.5	5.6	16.6	40.7	55.9	EBIT 增长率	-1088.8	82.3%	-110.8%	-266.9%	152.9%
资产减值损失	84.2	-22.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	769.2%	48.5%	-122.9%	-266.9%	152.9%
加:公允价值变动收益	-	89.1	16.2	17.5	18.9	投资资本增长率	15.4%	-43.2%	71.7%	-14.1%	9.2%
投资和汇兑收益	4.5	122.8	5.0	5.0	5.0	净资产增长率	6.1%	11.3%	-4.2%	2.5%	9.1%
营业利润	127.2	203.5	-64.6	39.3	146.4	利润率					
加:营业外净收支	-1.6	-1.3	-0.5	-0.5	-0.5	毛利率	27.5%	24.4%	22.9%	25.8%	27.8%
利润总额	125.6	202.2	-65.1	38.8	146.0	营业利润率	5.3%	9.2%	-3.8%	1.9%	6.0%
减:所得税	11.6	23.9	-7.8	4.7	17.5	净利润率	4.2%	8.7%	-3.6%	1.7%	5.0%
净利润	101.0	192.4	-60.7	34.0	122.0	EBITDA/营业收入	11.3%	21.3%	-0.4%	6.9%	10.9%
						EBIT/营业收入	10.1%	20.0%	-2.8%	3.9%	8.3%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	28	29	44	52	48
货币资金	452.4	752.6	580.1	690.1	827.1	流动营业资本周转天数	64	42	32	18	6
交易性金融资产	-	202.7	218.9	236.4	255.3	流动资产周转天数	222	313	390	344	329
应收账款	754.5	936.3	301.8	1,097.5	495.8	应收账款周转天数	96	138	131	124	118
应收票据	107.8	1.2	78.6	11.6	91.1	存货周转天数	47	50	57	51	50
预付账款	5.3	5.0	31.2	11.6	17.1	总资产周转天数	295	389	496	460	433
存货	262.2	350.3	190.3	379.0	297.3	投资资本周转天数	103	94	120	119	96
其他流动资产	3.9	10.6	33.0	15.9	19.8	投资回报率					
可供出售金融资产	105.9	-	-	-	-	ROE	7.9%	13.5%	-4.4%	2.4%	8.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	6.7%	-2.8%	1.1%	4.8%
长期股权投资	72.0	71.5	71.5	71.5	71.5	ROIC	19.4%	25.0%	-10.1%	9.8%	28.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	181.7	176.3	243.8	341.8	302.0	销售费用率	10.3%	10.7%	11.0%	10.5%	10.0%
在建工程	-	4.2	102.1	151.1	136.0	管理费用率	3.1%	3.9%	15.5%	12.0%	10.0%
无形资产	64.6	74.5	67.9	61.3	54.7	财务费用率	0.4%	0.3%	1.0%	2.0%	2.3%
其他非流动资产	86.1	96.1	95.8	103.7	112.6	三费/营业收入	13.8%	14.8%	27.5%	24.5%	22.3%
资产总额	2,096.4	2,681.2	2,014.9	3,171.3	2,680.2	偿债能力					
短期债务	75.0	-	99.6	140.3	207.3	资产负债率	38.7%	46.6%	32.0%	55.7%	42.8%
应付账款	377.2	639.3	199.7	809.0	426.2	负债权益比	63.1%	87.3%	47.0%	125.8%	74.8%
应付票据	152.4	381.9	59.1	471.1	178.1	流动比率	2.05	1.81	2.79	1.46	1.95
其他流动负债	169.8	227.1	154.8	255.1	217.6	速动比率	1.71	1.53	2.42	1.23	1.66
长期借款	-	-	129.0	88.4	114.3	利息保障倍数	25.43	78.92	-2.88	1.96	3.62
其他非流动负债	36.5	1.8	2.2	2.8	3.5	分红指标					
负债总额	810.9	1,250.0	644.4	1,766.6	1,147.1	DPS(元)	0.10	0.10	-	-	-
少数股东权益	13.8	1.8	5.2	5.4	11.8	分红比率	42.6%	22.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	430.1	430.1	430.1	430.1	430.1	股息收益率	1.0%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	764.8	996.0	935.3	969.3	1,091.3						
股东权益	1,285.5	1,431.2	1,370.6	1,404.7	1,533.1						
						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EPS(元)	0.23	0.45	-0.14	0.08	0.28
净利润	101.0	192.4	-60.7	34.0	122.0	BVPS(元)	2.96	3.32	3.17	3.25	3.54
加:折旧和摊销	39.7	39.1	41.2	59.6	61.5	PE(X)	43.1	22.6	-71.8	128.2	35.7
资产减值准备	78.4	34.4	-	-	-	PB(X)	3.4	3.0	3.2	3.1	2.9
公允价值变动损失	-	-89.1	16.2	17.5	18.9	P/FCF	75.8	9.5	-27.8	32.2	27.5
财务费用	12.8	8.4	16.6	40.7	55.9	P/S	1.8	2.0	2.6	2.1	1.8
投资损失	-4.5	-122.8	-5.0	-5.0	-5.0	EV/EBITDA	10.9	7.9	-552.1	25.6	13.3
少数股东损益	13.0	-14.1	3.4	0.2	6.4	CAGR(%)	-33.1%	-10.4%	-270.9%	-33.1%	-10.4%
营运资金的变动	-109.0	198.9	-141.2	233.6	-127.0	PEG	-1.3	-2.2	0.3	-3.9	-3.4
经营活动产生现金流量	-11.2	281.7	-129.4	380.7	132.8	ROIC/WACC	1.9	2.4	-1.0	1.0	2.8
投资活动产生现金流量	-10.4	100.7	-227.4	-230.0	-32.8	REP	2.1	3.6	-5.3	6.1	1.9
融资活动产生现金流量	33.1	-73.6	184.3	-40.6	37.1						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

马天诣声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓莹		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人		张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034