

# 智慧中国领先运营和服务商，市场规模和业务协同空间广阔

## ——中电兴发首次覆盖报告

## 公司深度

### ● 深耕智慧中国 20 余载，数次转型广拓市场

公司成立于1998年，2009年9月在深交所上市，2015年，公司成功收购北京中电兴发，进军软件和信息技术服务业。目前，公司业务稳步扩增至智慧中国（智慧城市、智慧国防、智慧时空）、4G/5G 新基础通信和新一代高速主干光纤网领域。公司发展迅速，承接项目数量稳增，逐渐成为国内领先的智慧中国核心技术、产品与全面解决方案供应商、运营服务商。2015-2019年，公司营收和归母净利润 CAGR 分 33.30%、43.93%，2020 年前三季度，公司实现净利润 2.66 亿元，同比增长 60.02%，业绩稳健增长。

### ● 坚持技术自主可控，定增强技术壁垒

公司坚持“自主可控，国产代替”的技术研发路线。2015-2019年，公司研发支出 CAGR 为 26.10%。2020年8月，公司被纳入深证人工智能（AI）50 指数，彰显公司技术实力。2020年2月，公司披露定增预案（修订稿），拟募资不超过 20 亿元，用于面向云计算和大数据的自主可控磁光存储技术研发及产业化项目（7 亿元）、自主可控集群嵌入式人工智能图像分析系统研发及产业化项目（2.5 亿元）、赫章县智慧赫章 PPP 建设项目（6 亿元）和补充流动资金（4.5 亿元）。新项目投入将进一步完善公司产品结构，提升综合服务能力，提升产品自采比例，增强公司的核心竞争力和盈利能力。

### ● “边/网/云/用”四位一体，订单放量增长可期

公司具备 DI-edge 智能边缘、DI-cloud 数字云底座、DI-network 网络、DA 数据应用等基础支撑平台软件，形成“边/网/云/用”四位一体能力，各业务协同效应明显。新赛道(DI+DA)全局全域智慧城市打破传统智慧城市项目的烟囱式、孤岛式的垂直行业应用建设模式，新解决方案优势明显。公司建设了全国仅有的 2 个全局全域智慧城市标杆项目，形成标杆示范效应。根据公司官网披露，2019 年度累计中标订单达 30 亿元。2020 年上半年，子公司签订祥符区土地后备资源投资开发项目协议，协议总价 5.5 亿元；与中国联通广西分公司签订合作协议，协议总投资金额为 6.66 亿元，订单充足增长可期。

### ● 盈利预测：智慧城市行业景气上行，公司订单充足，给予“推荐”评级

公司在智慧中国领域积淀深厚，“边/网/云/用”四位一体，全局全域方案优势明显，订单充足增长可期。预计 2020-2022 年公司 EPS 为 0.62、0.92、1.18 元，对应 PE 为 14、10、8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### ● 风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧，项目与技术更新换代风险等

### 财务摘要和估值指标（2020 年 12 月 28 日）

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,456	2,756	2,783	3,167	3,775
增长率(%)	21.2	12.2	1.0	13.8	19.2
净利润(百万元)	175	285	426	635	818
增长率(%)	1.5	62.9	49.7	48.9	28.8
毛利率(%)	30.2	34.1	39.0	39.2	40.5
净利率(%)	7.1	10.3	15.3	20.0	21.7
ROE(%)	4.3	6.3	8.6	11.5	12.9
EPS(摊薄/元)	0.25	0.41	0.62	0.92	1.18
P/E	23.7	29.9	14.3	9.6	7.5
P/B	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测，股价时间为 2020 年 12 月 28 日

## 推荐（首次评级）

### 马笑（分析师）

maxiao@xsdzq.cn

证书编号：S0280520070001

### 刘熹（联系人）

liuxi@xsdzq.cn

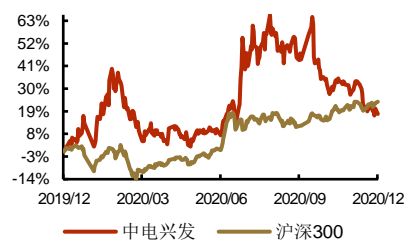
证书编号：S0280120040009

### 市场数据

时间 2020.12.28

收盘价(元):	8.84
一年最低/最高(元):	7.11/12.67
总股本(亿股):	6.92
总市值(亿元):	61.13
流通股本(亿股):	5.5
流通市值(亿元):	48.59
近 3 月换手率:	120.03%

### 股价一年走势



### 相关报告

### 盈利预测、估值与目标价、评级

我国智慧城市建设受需求和政策等因素驱动作用，订单稳步放量。公司在智慧城市领域深耕多年，积累了丰富的大中小项目建设和运营管理经验。此外，公司不断强化市场合作，扩大业务边界。目前，公司在手订单充足，未来增长可期。预计2020-2022年，公司营收为27.83、31.67、37.75亿元，归母净利润为4.26、6.35、8.18亿元，对应EPS为0.62、0.92、1.18元，对应PE为14、10、8倍。目前同行2020年平均PE估值32倍，保守预计公司2020年PE估值20倍，预计目标价12.4元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 关键假设

- (1) 假设未来智慧城市市场需求维持增长趋势；
- (2) 假设公司应收账款控制良好；
- (3) 假设公司在市场竞争中保持订单中标数量和频率。

### 我们与市场的观点的差异

我们根据产业订单和需求等因素，认为智慧城市产业将维持高景气度，公司有望在强劲的市场需求中持续扩大项目中标数量，后续业绩增长具备较强确定性。此外，公司具备全局全域建设方案，“边/网/云/用”四位一体协同优势显著，在超大项目中具备明显的经验储备优势，核心竞争力有望持续提升。

### 股价上涨的催化因素

- (1) 智慧城市行业受政策和需求双轮驱动；
- (2) 全局全域建设方案被高度认可，新项目订单放量；
- (3) 定增项目顺利开展，自采比例增长，提升盈利水平；
- (4) 新战略合作进展顺利，协同效应显现。

### 风险提示

宏观经济影响智慧城市建设需求，行业竞争加剧，项目与技术更新换代风险等。

## 目 录

1、 公司概况：智慧中国领先运营和服务商，业绩稳步增长.....	5
1.1、 深耕智慧中国 20 余载，数次转型广拓市场.....	5
1.2、 “一体两翼”发展战略，业务协同效应凸显.....	6
1.3、 近五年营收稳步增长，盈利能力显著改善.....	7
2、 政策和需求双轮驱动，智慧城市行业高景气.....	8
2.1、 城镇化率持续提升，提振智慧城市建设需求.....	9
2.2、 智慧城市关乎国家治理，受政策驱动明显.....	10
2.3、 行业景气上行，市场空间广阔.....	10
3、 坚持技术自主可控，定增强技术壁垒.....	11
3.1、 坚持技术自主可控，形成三大核心技术.....	11
3.2、 研发支出逐年增长，纳入深证 AI 指数.....	12
3.3、 定增强技术优势，扩大自研优化成本.....	13
4、 “边/网/云/用”四位一体，订单充足增长可期.....	14
4.1、 “边/网/云/用”四位一体，全局全域优势显著.....	14
4.2、 在手订单充足，未来增长可期.....	15
5、 战略合作稳进，协同效应明显.....	16
6、 估值与评级：智慧城市景气上行，公司订单充足，给予“推荐”评级.....	17
6.1、 业绩预测：预计 2020-2022 年营收增速为 1%、13.78%、19.22%.....	17
6.2、 估值与评级：预计目标价 12.4 元，给予“推荐”评级.....	17
7、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

## 图表目录

图 1： 公司历史沿革.....	5
图 2： 中电兴发股权结构（2020 三季报披露）.....	6
图 3： 公司“一体两翼”业务发展战略.....	7
图 4： 2015-2020 年前三季度上市公司营收及增速.....	8
图 5： 2015-2020 年前三季度上市公司净利润及增速.....	8
图 6： 2015-2020 年前三季度上市公司毛利率/净利率.....	8
图 7： 2015-2020 年前三季度上市公司三项费用率.....	8
图 8： 中国智慧城市技术架构.....	9
图 9： 1960-2050 全球城市化水平预测.....	9
图 10： 智慧城市有利于解决城市化发展相关问题.....	9
图 11： 2016-2020E 我国智慧城市投资规模.....	11
图 12： 2015-2019 年我国智慧城市累计试点数量.....	11
图 13： 中国智慧城市拟建设情况.....	11
图 14： 中国智慧城市试点地区分布.....	11
图 15： 中电兴发聚焦智慧科技.....	12
图 16： 公司自主研发的智能边缘端产品.....	12
图 17： 公司自主研发的云数据中心基础资源层产品.....	12
图 18： 2015-2020 年前三季度上市公司研发支出.....	13
图 19： 2015-2020 年前三季度上市公司研发人员占比.....	13

图 20: 全球数据存储市场规模预测 (十亿美元) .....	14
图 21: 全球人工智能产业规模预测 .....	14
图 22: “边/网/云/用”四位一体 .....	15
图 23: 中电兴发全局全域建设方案 .....	15
表 1: 中电兴发部分管理层简介 .....	6
表 2: 2020 年我国部分智慧城市相关政策 .....	10
表 3: 定增预案拟投入项目明细 .....	13
表 4: 2018-2019 年公司中标的部分项目 .....	16
表 5: 中电兴发分业务收入预测 (百万元) .....	17
表 6: 中电兴发与同行相对估值对比 (2020 年 12 月 28 日) .....	18

## 1、公司概况：智慧中国领先运营和服务商，业绩稳步增长

### 1.1、深耕智慧中国 20 余载，数次转型广拓市场

公司成立于 1998 年，2009 年成功在 A 股上市。北京中电兴发成立于 1997 年，是在原国家电子工业部中国电子器材总公司工程公司的基础上完成公司改制，发展初期公司承揽多个智能化建筑项目，知名度持续提升。2015 年，公司收购北京中兴电发 100% 股份，后更名为安徽中兴电发和鑫龙科技股份有限公司，证券简称：中电鑫龙，2018 年 7 月证券简称更名为中电兴发。2019 年初，瞿洪桂出任中电兴发董事长兼总经理。2017 年，中电兴发率先参与了云南联通的社会化合作运营改革进入电信运营商市场。公司经历数次业务转型，业务边界持续扩大，承接项目数量稳增。目前，中电兴发已发展成为国内领先的智慧中国核心技术、产品与全面解决方案供应商、运营服务商。

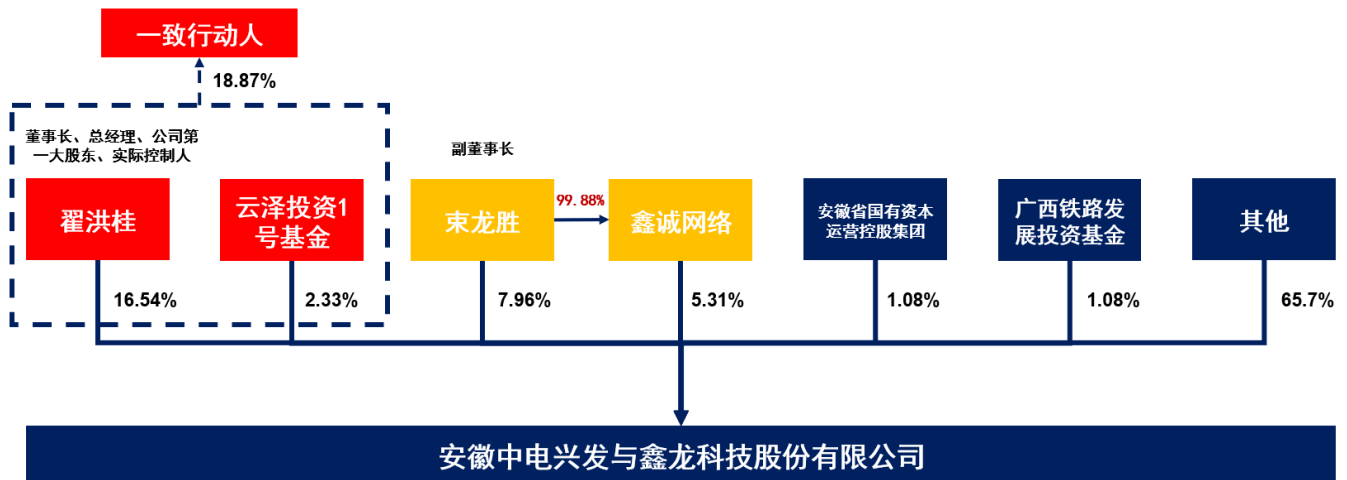
图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，新时代证券研究所

**董事长对公司控制权稳固。**根据 2020 三季报披露，董事长瞿洪桂为公司第一大股东、实际控制人，其直接持有公司 114,394,324 股，占公司总股本的 16.54%，通过其实际控制的云泽投资发行的云泽投资 1 号私募证券投资基金间接持有公司 16,110,000 股，占公司总股本的 2.33%，合计持有公司股份占总股本 18.87%。瞿洪桂曾任原电子工业部中国电子器材总公司工程师，部门经理，工程公司总经理，是北京中电兴发科技有限公司的主要创始人。副董事长束龙胜为公司第二大股东，曾任鑫龙电器上市公司董事长，目前持股比例为 7.96%。

图2：中电兴发股权结构（2020 三季度报披露）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表1：中电兴发部分管理层简介

姓名	职务	简介
翟洪桂	董事长、总经理	毕业于电子科技大学，研究生学历，曾任原电子工业部中国电子器材总公司部门经理、工程公司总经理。目前担任公司董事长兼总经理、北京中电兴发科技有限公司总裁。翟洪桂先生还担任海淀区工商联执委、常委，电子科技大学董事长、总学研究员，电子科技大学警用装备研究联合实验室建设委员会副主任、学术委员会委员，全国警用装备标准化技术委员会第一届委员会通讯委员，工业和信息化部中国电子商会物联网应用专业委员会副会长，住房和城乡建设部中国建筑行业协会智能建筑分会专家，北京市智能建筑协会专家；获得四川省科学技术进步二等奖，获评中共海淀区委海淀园工作委员会优秀党务工作者，被评为2019年度智慧城市领军人物、中国智慧城市发展十周年领袖人物。
汪宇	常务副总经理、董事会秘书	中共党员，研究生学历，会计师，安徽省劳动模范，芜湖市第十五届人大代表，中共芜湖市党代表。曾任芜湖缝纫机厂财务科副科长，副厂长，厂长，芜湖凯元集团副总裁，总裁，本公司财务负责人。现任公司常务副总经理，董事会秘书，苏州开关二厂有限公司董事，安徽鑫龙电器有限公司董事，安徽森源电器有限公司董事，安徽佑赛科技股份有限公司董事，安徽鑫龙低压电器有限公司董事，安徽鑫龙变压器有限公司董事，安徽美能储能有限公司监事。
周超	副总经理	智慧城市设计师。2006年7月至2008年2月在天地伟业技术有限公司担任软件工程师；2008年3月至今在北京中电兴发科技有限公司，历任基础软件部经理，硬件部经理，研发中心总监，总裁助理(分管供应链，产品，市场)，副总裁(分管智慧城市研究院，研发中心)，现任北京中电兴发科技有限公司副总裁，云南省子公司董事长。
闫涛	副总经理	曾任公司物流部经理，成套二厂厂长，安徽美能储能系统有限公司运营经理，安徽鑫龙低压电器有限公司总经理。现任公司副总经理，安徽鑫龙电器有限公司总经理。
李小庆	总工程师	高级工程师。曾任芜湖市粮油食品局科员，芜湖市益新面粉公司科长，副总经理。现任公司总工程师，
陶黎明	财务负责人	中国注册会计师。曾就职于芜湖市轻工工艺品进出口公司，南京中达制膜(集团)股份有限公司。现任公司总经理助理、财务负责人。

资料来源：Wind，新时代证券研究所

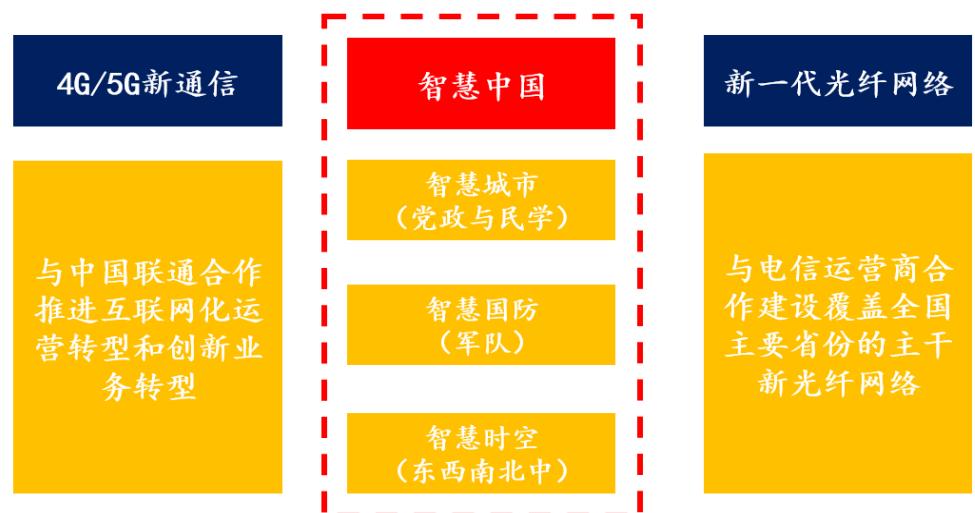
## 1.2、“一体两翼”发展战略，业务协同效应凸显

公司坚持“自主可控，国产代替”的技术研发路线，坚持“以智慧中国业务为龙头，以4G/5G新基础通信业务和新一代高速主干光纤网业务为两翼”的主营业务发展战略。智慧中国是公司的核心主营业务，4G/5G新基础通信业务是智慧中国建设和运营不可

或缺的新型基础设施,公司的智慧中国业务与中国联通业务具有极强的协同性。此外,光纤业务可为包括政府、运营商和其他企事业单位在内的客户提供新一代安全、可靠、高性能的基础传输网络支撑服务。公司“一体两翼”战略下,多业务协同作用明显。

- **智慧中国业务:** 业务包含“智慧城市(党政与民学)、智慧国防(军队)、智慧时空(东西南北中)”三大核心市场。智慧城市板块已累计为各地党委政府提供覆盖逾 1.3 亿人口的政府治理即公共服务;智慧国防板块为陆、海、空等军种提供安全和管理信息化解决方案及特色化科技服务;智慧时空板块完成了逾 10 万平方公里的高分辨率、三维实景 GIS 时空大数据开发,正在形成区域时空大数据平台和云服务能力。
- **4G/5G 新基础通信业务:** 2017 年,公司率先参加云南联通第一批本地网试点改革,2019 年 5 月,公司正式启动云南联通全域社会化合作。2020 年 5 月 19 日,公司与中国联通广西分公司签署了《中国联合网络通信有限公司广西壮族自治区分公司综合改革合作协议》,推动广西联通改革区域高质量发展。公司成为唯一一家两次中标中国联通社会化合作运营综合改革合作的民营企业,与中国联通一起积极推进互联网化运营转型和创新业务转型。
- **新一代高速主干光纤网业务:** 新一代光纤主干网络业务是依托高速公路专用管网资源,通过与电信运营商合作的模式,分期建设形成覆盖全国主要省份的主干新光纤网络,为包括政府、运营商和其他企事业单位在内的客户提供新一代安全、可靠、高性能的基础传输网络支撑服务,与公司的智慧中国业务形成有效协同。

图3: 公司“一体两翼”业务发展战略

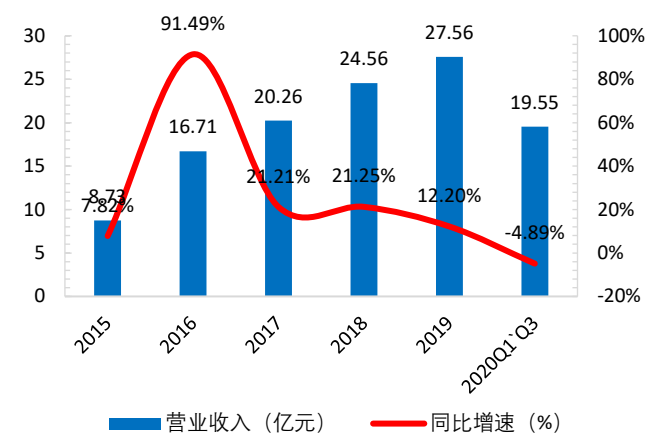


资料来源:公司公告,新时代证券研究所

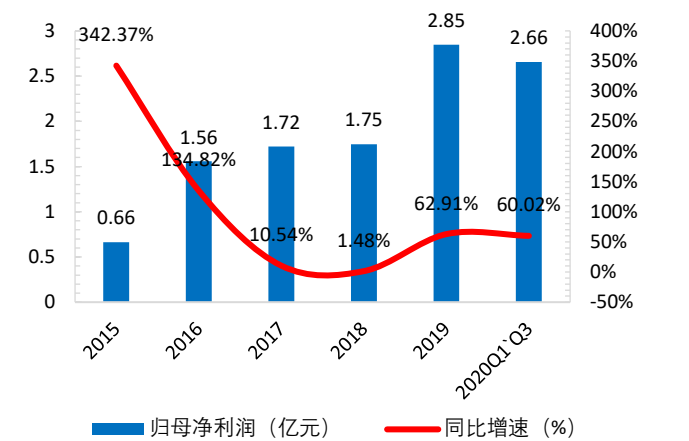
### 1.3、近五年营收稳步增长,盈利能力显著改善

2015-2019 年,公司营收和归母净利润 CAGR 分为 33.30%、43.93%。近五年公司业绩维持稳健增长趋势,2016 年,公司营业收入高增 91.49%,主要由于子公司北京中电兴发收入高增长所致,该年子公司北京中电兴发营收为 8.66 亿元,同比增长

253.18%。2019年，公司实现营业收入27.56亿元，同比增长12.20%，实现归母净利润2.85亿元，同比增长62.91%，其中子公司北京中电兴发实现营收15.86亿元，同比增长10.56%，净利润2.95亿元，同比增长72.14%。2020年，公司在新冠疫情的影响下，净利润依然维持较高增速，2020年三季度实现营业收入19.55亿元，净利润2.66亿元，净利润同比增长60.02%。

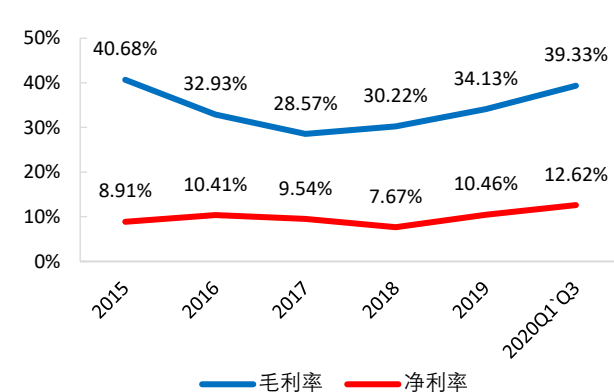
**图4：2015-2020年前三季度上市公司营收及增速**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

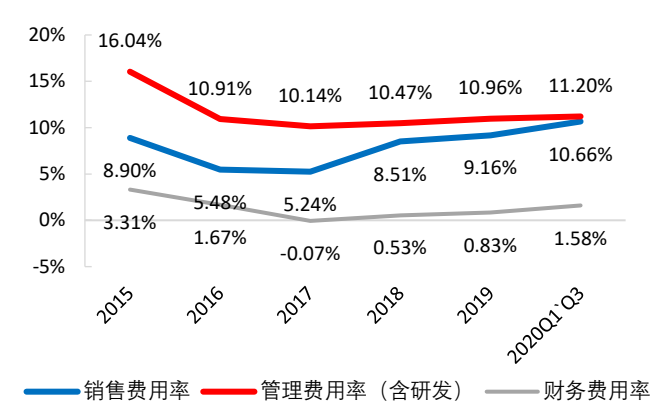
**图5：2015-2020年前三季度上市公司净利润及增速**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**盈利能力显著回升，销售费用持续加大。**2015年以来，公司毛利率呈先降后升趋势，2017年下行至28.75%，2020年前三季度回升至39.33%，同比增长12.56pct，净利率同样达到近五年最高点，2020年前三季度公司净利率为12.62%，同比增长5.72pct，盈利能力显著改善。费用端，公司管理和研发费用占比逐年增长，2020年前三季度提升至11.20%，主要是因为公司加大研发力度，研发投入增加所致。销售费用率增长较为明显，2020年前三季度升至10.66%，同比增长2.22%。我们认为，销售投入加大主要受公司加大业务布局、承接项目订单逐步增长所致。

**图6：2015-2020年前三季度上市公司毛利率/净利率**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图7：2015-2020年前三季度上市公司三项费用率**


资料来源：Wind，新时代证券研究所

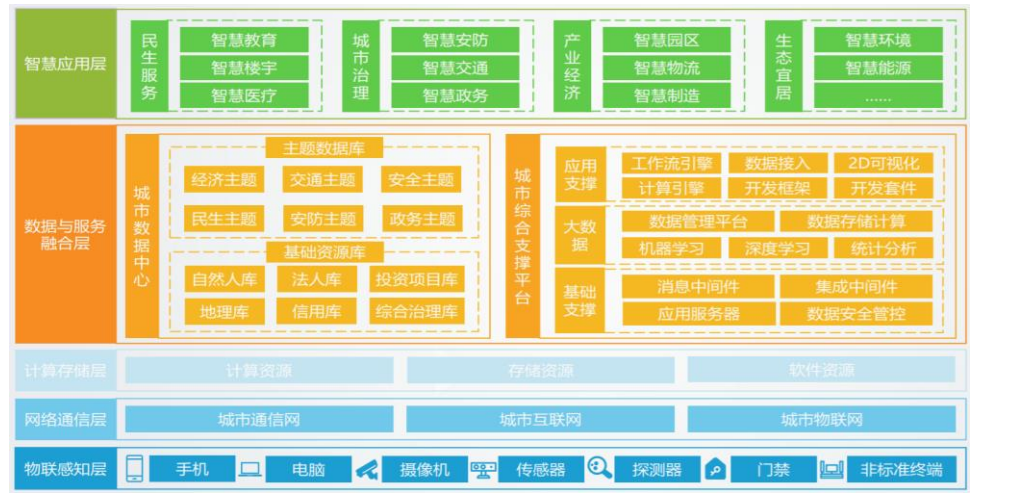
## 2、政策和需求双轮驱动，智慧城市行业高景气

智慧城市产业涉及面广。智慧城市是运用物联网、云计算、大数据、地理空



间信息等新一代信息技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式。由新技术支持的涵盖市民、企业和政府的新城市生态系统，是对城市地理、资源、生态、环境、人口、经济等复杂系统的数字网络化管理，具备服务与决策功能的信息体系。根据中国信通院报告，目前我国智能城市产业涉及 ICT 设备供应商、电信运营商、系统集成商、软件开发商等众多参与方，产业涉及范围大、领域多、链条长。

图8：中国智慧城市技术架构

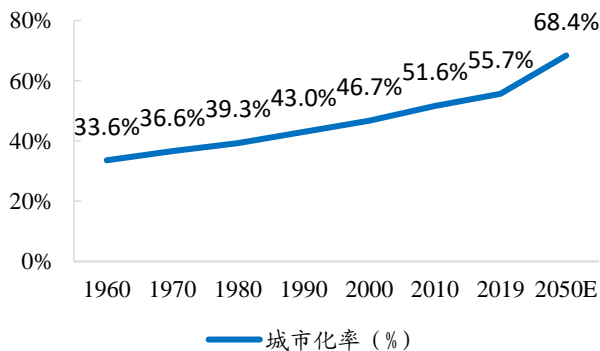


资料来源：亿欧智库，新时代证券研究所

### 2.1、城镇化率持续提升，提振智慧城市建设需求

预测 2050 年全球城市化率有望达到 68.4%。根据亿欧智库报告、联合国及世界银行统计数据，从 1960 年到 2019 年，世界城市人口从 10.19 亿人增长至 42.74 亿人，全球城市化水平不断提高，从 1960 年的 33.6% 发展至 2019 年的 55.7%；未来，全球城市化进程依然会加快向前推进，联合国《2018 年世界城市化趋势》报告中预测 2050 年全球城市化率有望达到 68.4%，城市城市化发展促进城市治理相关需求，对对城市经济发展、资源利用、生态环境、生活质量带来了严峻挑战，智慧城市的建设将通过数字化、精细化等管理手段，显著提升城市治理能力，提升人民的生活质量。

图9：1960-2050 全球城市化水平预测



资料来源：联合国，亿欧智库，新时代证券研究所

图10：智慧城市有利于解决城市化发展相关问题



资料来源：亿欧智库，新时代证券研究所

## 2.2、智慧城市关乎国家治理，受政策驱动明显

**智慧城市关乎国家治理，受政策驱动明显。**2020年以来，我国智慧城市相关政策文件密集，4月，国家发改委发布《2020年新型城镇化建设重点任务》，要求加快实施以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，提升城市治理水平，推进城乡融合发展。11月，住房和城乡建设部公布《实施城市更新行动》，指出实施城市更新行动，是适应城市发展新形势、推动城市高质量发展的必然要求，要求提高城市治理水平。智慧城市关乎国家治理水平和治理能力的提升，行业发展受政策驱动明显。

**表2：2020年我国部分智慧城市相关政策**

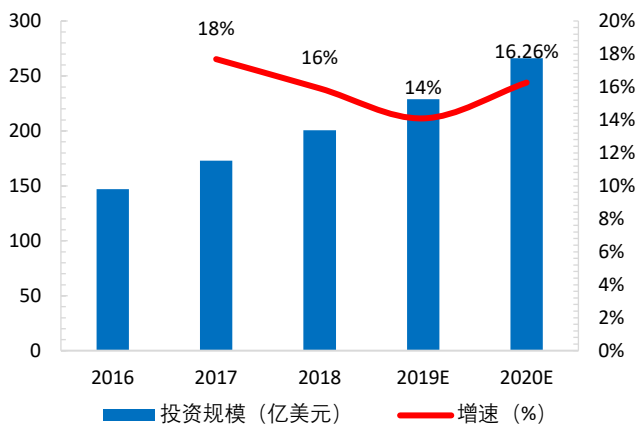
时间	相关部门	文件名称	主要内容
2020年1月	国务院办公厅	《关于支持国家级新区深化改革创新加快推动高质量发展发展的指导意见》	深入推进智慧城市建设，提升城市精细化管理水平。优化主城区与新区功能布局，推动新区有序承接主城区部分功能。提高新区基础设施和公共服务设施建设水平，增强教育、医疗、文化等配套功能，率先全面执行绿色建筑标准，推进海绵城市建设，把宜居、绿色、便利等理念体现到规划建设各个细节，创造体现品质和文化底蕴的生产生活环境。
2020年4月	国家发展改革委	《2020年新型城镇化建设重点任务》	要求加快实施以促进人的城镇化为核心、提高质量为导向的新型城镇化战略，增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，提升城市治理水平，推进城乡融合发展，为全面建成小康社会提供有力支撑。
2020年4月	中共中央办公厅	《关于持续解决困扰基层的形式主义问题为决胜全面小康提供坚强作风保证的通知》	加强城乡社区服务和管理能力建设，构建基层智慧治理体系，提升基层公共服务、矛盾化解、应急管理水平和领导方式和工作方法转到现代、科学、法治的轨道上来。
2020年10月	中国共产党中央委员会	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	加强和创新社会治理。推动社会治理重心向基层下移，向基层放权赋能，加强城乡社区治理和服务体系建设，减轻基层特别是村级组织负担，加强基层社会治理队伍建设，构建网格化管理、精细化服务、信息化支撑、开放共享的基层管理服务平台。加强和创新市域社会治理，推进市域社会治理现代化。
2020年11月	住房和城乡建设部	《实施城市更新行动》	提高城市治理水平。城市治理是国家治理体系和治理能力现代化的重要内容，要大幅提升城市科学化、精细化、智能化治理水平，切实提高特大城市风险防控能力

资料来源：国务院办公厅，新浪网，百度百科，新时代证券研究所

## 2.3、行业景气上行，市场空间广阔

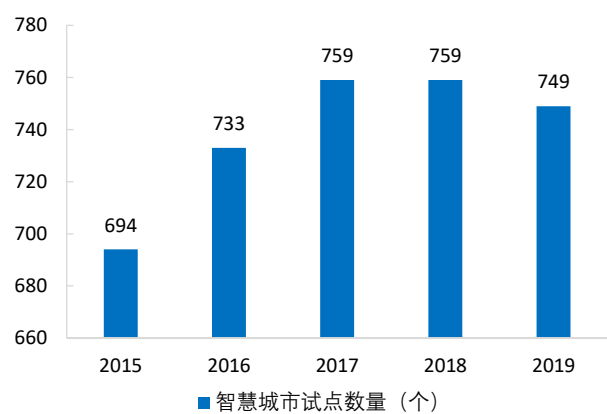
**2020年，我国智慧城市支出将达266亿美元，为支出第二大国。**随着我国政策和试点工作稳步落地，产业发展迅速。根据前瞻网报告，2020年，我国智慧城市投资市场支出规模将达到266亿美元，是支出第二大的国家，仅次于美国。随着智慧城市投资规模的扩大，我国陆续推进智慧城市试点发展，2019年我国智慧城市试点数量累计已达749个。根据亿欧智库报告，截至2019年底，我国所有副省级以上城市，95%以上地级市，50%以上县级市均提出建设智慧城市，智慧城市市场空间广阔。

图11: 2016-2020E 我国智慧城市投资规模



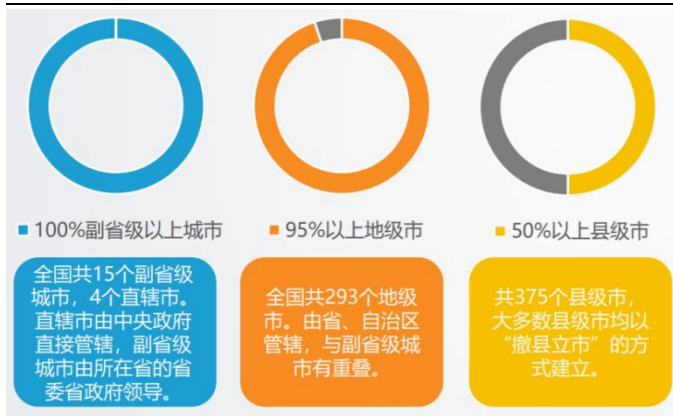
资料来源: IDC, 前瞻网, 新时代证券研究所

图12: 2015-2019 年我国智慧城市累计试点数量



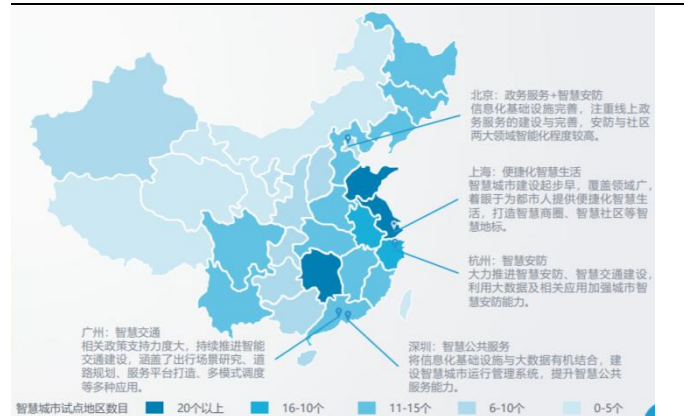
资料来源: 住建部, 发改委, 前瞻网, 新时代证券研究所

图13: 中国智慧城市拟建设情况



资料来源: 亿欧智库, 新时代证券研究所

图14: 中国智慧城市试点地区分布



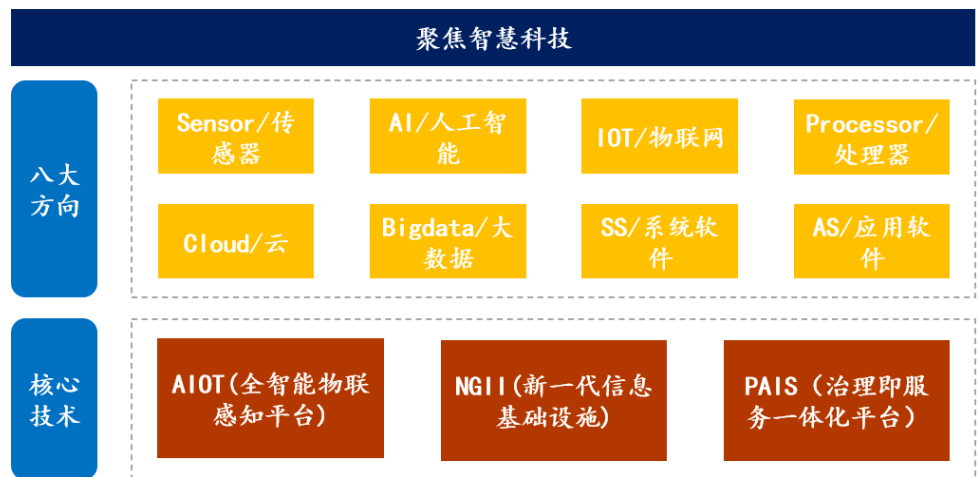
资料来源: 亿欧智库, 新时代证券研究所

### 3、坚持技术自主可控，定增强化技术壁垒

#### 3.1、坚持技术自主可控，形成三大核心技术

**坚持技术自主可控，形成三大核心技术。**中电兴发从2007年开始就进行智能安防、智能交通等高清视频感知产品的研发, 进军平安城市、智能交通等业务领域。并不断在智慧城市、云计算与云存储、大数据、人工智能、物联网等方面进行软、硬件产品的技术研发储备。根据公司披露投资者交流纪要, 公司聚焦智慧科技, 在Sensor/传感器、AI/人工智能、IOT/物联网、Processor/处理器、Cloud/云、Bigdata/大数据、SS/系统软件、AS/应用软件等八个方向上进行了大量基础研究, 通过技术间的融合应用, 形成了以AIOT(全智能物联感知平台)、NGII(新一代信息基础设施)、PAIS(治理即服务一体化平台)为底座的3大核心技术体系。

图15: 中电兴发聚焦智慧科技



资料来源: Wind 投资者交流纪要, 新时代证券研究所

图16: 公司自主研发的智能边缘端产品



资料来源: 资产重组报告书, 新时代证券研究所

图17: 公司自主研发的云数据中心基础资源层产品

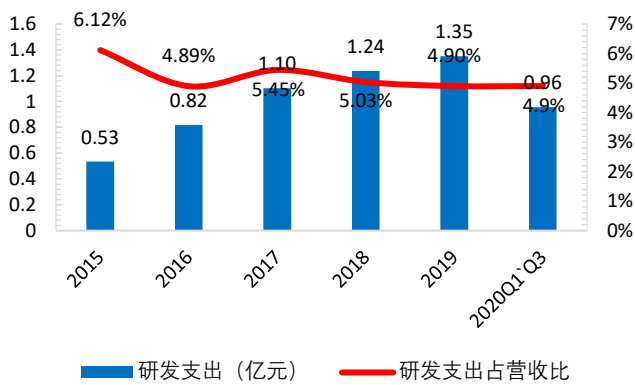


资料来源: 资产重组报告书, 新时代证券研究所

### 3.2、研发支出逐年增长，纳入深证 AI 指数

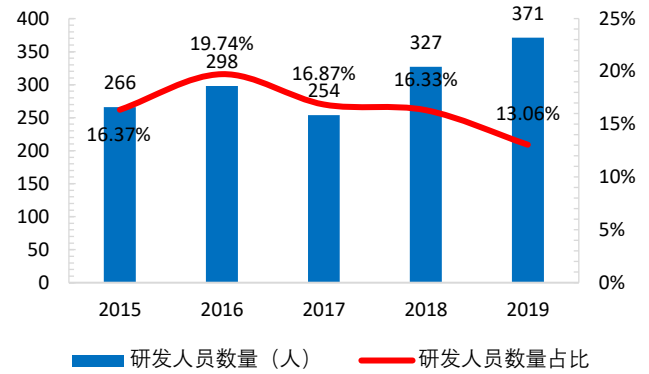
2015-2019年, 公司研发支出 CAGR 为 26.10%。公司研发支出逐年增长, 由 2015 年的 0.53 亿元, 增至 2019 年的 1.35 亿元, 研发支出 CAGR 为 26.10%。在研发技术团队方面, 公司在北京、芜湖、西安、成都、长沙设立五个研发中心, 承担不同方向技术和产品的研发。公司与电子科大人工智能与机器视觉、大数据存储研究领域领军人才合作成立了中电兴发云尚科技公司。与清华大学、同济大学等知名高校开展了一系列方向性的、基础性学科的产学研合作。公司在 AI/人工智能方向进行了积极布局 and 深入的关键技术及应用研究。2020年8月17日, 深圳证券交易所和深圳证券信息有限公司将中电兴发(002298)纳入深证人工智能(AI)50指数, 体现出公司在核心技术、自主产品、经营业绩等方面的综合实力。

图18: 2015-2020年前三季度上市公司研发支出



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图19: 2015-2020年前三季度上市公司研发人员占比



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

### 3.3、定增强化技术优势，扩大自研优化成本

**定增强化技术优势，扩大自研产品占比。**2020年2月，公司披露2019年非公开发行A股股票预案（修订稿），拟非公开发行股票募资不超过20亿元，用于面向云计算和大数据的自主可控磁光电存储技术研发及产业化项目（7亿元）、自主可控集群嵌入式人工智能图像分析系统研发及产业化项目（2.5亿元）、赫章县智慧赫章PPP建设项目（6亿元）和补充流动资金（4.5亿元）。根据公告披露，本次募投项目实施完成后，公司将形成光存储、磁存储和分布式小对象异构存储系统的生产能力，同时新增嵌入式人脸识别、视频结构化服务器的生产能力，将进一步完善产品结构，提升公司智慧中国综合服务能力，满足下游客户对存储、智能图像分析相关需求，增强公司的核心竞争力和盈利能力。

表3: 定增预案拟投入项目明细

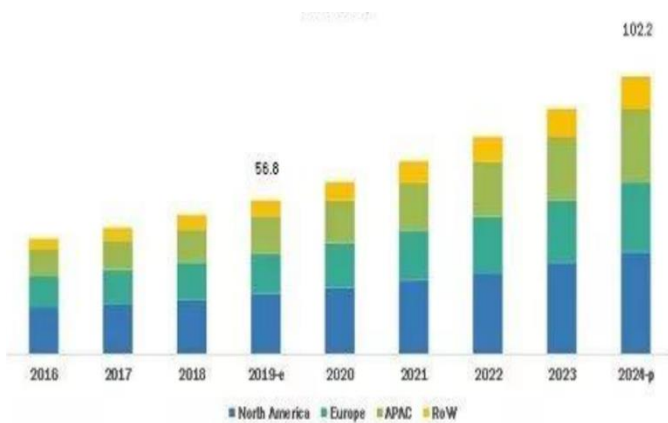
项目	总投资额	拟投入募集资金金额
面向云计算和大数据的自主可控磁光电存储技术研发及产业化项目	79,730	70,000
自主可控集群嵌入式人工智能图像分析系统研发及产业化项目	28,810	25,000
赫章县智慧赫章PPP建设项目	67,972	60,000
补充流动资金	45,000	45,000
合计	221,512	200,000

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

**2019-2024年，全球数据存储市场规模CAGR为12.48%。**根据Markets and Markets预测，2019年数据存储市场规模将为568亿美元。而到2024年，全球数据存储市场将破千亿美元大关，达到1,022亿美元，2019-2024年复合年增长率为12.48%。根据公司公告披露，目前，公司在智慧中国项目实施过程中，存储设备主要是对外采购。公司本次投入研发生产的磁光电存储设备，可以用于公司的智慧中国项目。一方面公司通过提供更全面的设备与技术服务，提升公司整体市场竞争力；另一方面，通过使用公司自主设备，可以有效降低公司采购成本，提升盈利能力。

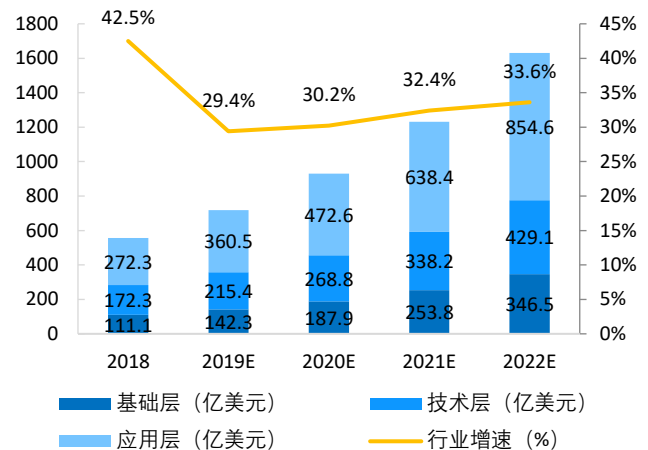
2018-2022年,全球人工智能市场规模CAGR达31.6%。据中国电子学会:2018年全球新一代人工智能产业规模超过555.7亿美元,预计2022年产业规模将超过1630.2亿美元,2018-2022年的年均增长率达到31.6%,人工智能产业规模增速呈加速上升趋势。根据公司公告披露,目前,公司在智慧中国项目实施过程中所使用的服务器主要通过对外采购来满足,而随着公司嵌入式人脸识别服务器和嵌入式视频结构化服务器的成功自产,未来在智慧中国项目实施过程中可以使用自有产品,在扩大竞争优势的同时,实现成本的优化控制。

图20: 全球数据存储市场规模预测(十亿美元)



资料来源: Markets and Markets, 新时代证券研究所

图21: 全球人工智能产业规模预测



资料来源: 中国电子学会, 新时代证券研究所

## 4、“边/网/云/用”四位一体, 订单充足增长可期

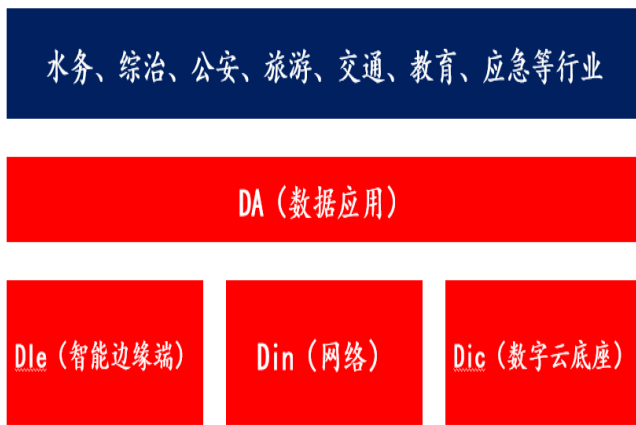
### 4.1、“边/网/云/用”四位一体, 全局全域优势显著

**“边/网/云/用”四位一体, 全面赋能核心业务。**根据公司公告披露, 公司具备了DI-edge智能边缘、DI-cloud数字云底座、DA数据应用的独特竞争力, DI-Edge(智能边缘)产品包括5G&AI高清摄像机、5G物联网网关、5G边缘AI计算设备等; DI-Cloud(数字云底座)产品包括超融合云存储节点、通用数据中心系列服务器、信创通用服务器等。DA数据应用产品包括视频/图像综合管理系统VMS/IMS、物联感知综合管理系统TMS等基础支撑平台软件; 公安大数据实战、智慧城管等社会治理与民生服务类平台软件; 智慧旅游、乡村电商、智慧停车等商业运营类平台软件。在与中国联通等电信业务运营商的网络传输的能力结合后, 公司将具备“边/网/云/用”四位一体的能力, 各项能力相互协同, 全方位赋能公司智慧中国业务的开展。

**打破烟囱式、孤岛式垂直行业建设模式, 全局全域建设方案优势明显。**根据公司公告披露, 传统智慧城市项目针对某一层级或部门提供单一的信息基础设施建设和系统集成服务, 或者提供某种产品, 可能带来条块分割, 不能互联互通等问题。公司新赛道(DI+DA)全局全域智慧城市打破传统智慧城市项目的烟囱式、孤岛式的垂直行业应用建设模式, 提供全局全域一体化统筹建设的数据基础设施DI+数据应用DA解决方案, 统一的数据基础设施DI具备了标准设计、集约建设、共享共用以及快速复制的优点, 而统一的数据应用DA则体现了中电兴发治理即服务、服务

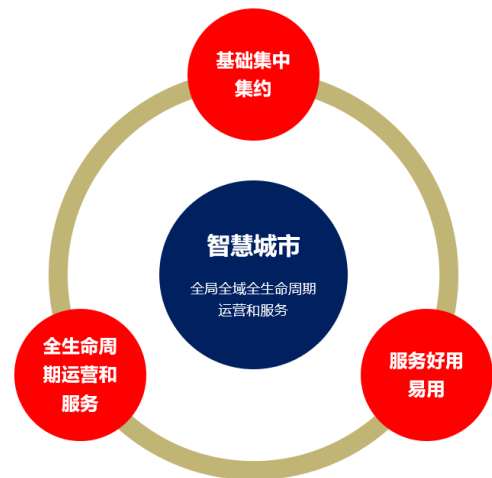
即运营的理念思路。公司 DI+DA 的全局全域智慧城市建设，是未来智慧城市业务模式的风向标。

图22: “边/网/云/用”四位一体



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

图23: 中电兴发全局全域建设方案



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

**全局全域方案落地，标杆示范作用明显。**根据公司官网披露，目前，中电兴发建设了全国仅有的2个全局全域智慧城市标杆项目，形成一定示范效应。其中湖南省凤凰智慧城市项目，累计建设投资逾3亿元，涵盖基础资源、政务服务、城市治理、民生普惠、产业引领5个重点建设领域，建设20余个子项目。贵州省赫章智慧城市项目总造价6.8亿元，围绕“1+1+3+N”的核心理念进行建设，即：“一中心”——智慧赫章应用中心；“一基础”——信息基础设施建设；“三平台”——智慧治理平台、政务服务平台、应急管理平台；“N”——N个应用主题分类融合进“三平台”进行建设。未来公司有望通过标杆案例的宣传推广，进一步提升公司品牌形象，促进新项目的拓展。

#### 4.2、在手订单充足，未来增长可期

**屡次中标各地大型智慧城市项目，彰显公司经营实力。**根据公司官网披露，2018年，公司中标首个超大型智慧园区项目，金额约11.8亿元，再次丰富了公司建设10亿规模以上项目的建设经验。2019年度累计中标订单达30亿元，尤其是接连中标贵州省毕节市智慧赫章项目和夏邑智慧国土项目，金额分别为6.66亿元和8.9亿元。根据公司公告披露，2020上半年，公司子公司开封云聚锦尚数据管理有限公司与开封市祥符区国有资产投资经营有限责任公司、河南锦尚土地整治有限公司签订了祥符区土地后备资源投资开发项目协议，协议总价5.5亿元；公司与中国联合网络通信有限公司广西壮族自治区分公司签订了《中国联合网络通信有限公司广西壮族自治区分公司综合改革合作协议》，项目协议总投资金额为人民币6.66亿元。多个超大型项目的中标，不仅体现市场对公司经营实力的认可，同时也有力保障后续公司经营业绩的稳定增长。

**表4: 2018-2019 年公司中标的部分项目**

日期	项目	说明	金额
2018年5月	河北省枣强县雪亮工程	采用政府和社会资本合作模式建设,项目合作期10年6个月,其中建设期6个月、运营期10年,预计10年政府总付费逾1.3亿元	6225.69万元
2018年6月	安徽省芜湖市公共安全视频监控建设联网应用项目(雪亮工程)	政府采购项目,湖市长三角重要的港口城市,在2017年被确定为全国公共安全视频监控建设联网应用首批53个重点支持城市(区)之一。	29205.2万元
2018年10月	凤凰工业园市政基础设施建设项目(二期)EPC总承包项目	与中铁七局集团有限公司、中铁工程设计咨询集团有限公司组成的联合体中标,公司负责本项目中智慧园区分项建设部分的内容,是中标的首个超大型智慧园区项目	约为11.8亿元
2018年10月	国家某单位安全联网应用涉密项目	项目建设内容属于公司的智慧城市、公共安全业务范畴	9500万元
2019年2月	第七届世界军人运动会东湖体育中心场馆智慧安保项目(信息化部分)	本项目是公司自08年北京奥运会、2014年北京APEC峰会、2016年杭州G20峰会等国际高规格盛会提供安全技术服务以来,在全球智慧安保领域的又一次实力明证。	3826万元
2019年4月	河南洛宁土地后备资源开发项目	公司在智慧国土领域取得的重大突破	2.9亿元
2019年5月	云南省保山市立体化边境防控体系技防一期前后端数据服务项目	提供全市车辆抓拍卡口(含微卡口)、视频监控、高空瞭望、执法音视频综合管理系统等服务	5900余万元
2019年6月	河南伊川土地后备资源开发建设项目	将利用无人机航拍摄影、数据处理等先进技术对伊川县全域土地后备资源进行基础地理信息采集及潜力分析,挖掘项目潜力	2.92亿元
2019年7月	贵州省毕节市智慧赫章项目	在智慧中国业务领域中标的又一全域智慧城市项目,将围绕“1+1+3+N”的核心理念进行建设	6.66亿元
2019年11月	夏邑县后备资源全流程投资开发项目	将以无人机技术、大数据和云计算为支撑,以智慧城市区域时空大数据应用服务为目标,基于统一的基础地理空间参考,对土地后备资源基础地理信息进行深入挖掘、综合分析、展示和应用。	8.9亿元

资料来源:公司官网,新时代证券研究所

## 5、战略合作稳进,协同效应明显

**与河北交投签订战略合作协议,增强协同效应。**根据公司公告,2020年12月,公司子公司北京中电兴发与河北交通投资集团公司签订了战略合作协议。根据协议,双方将充分发挥各自在高速公路信息化方面的优势,就基础设施运行状况感知和运行状态的监测、交通流实时感知和交通流动态控制、地理信息与定位、车路协同、自动驾驶等领域加强科技创新合作,开展技术探索。并结合河北交投路网建设平台资源及中电兴发在智慧城市方面的优势,共同拓展河北省内社会治理、公共服务、智慧产业、网络安全等智慧城市项目的建设。本次战略合作将加速公司在智慧交通领域的发展,进一步增强公司在智慧城市等项目建设领域的核心竞争力和行业影响力,促进公司在智慧中国业务领域的投资、建设与运营等方面的更好地发展。



## 6、估值与评级：智慧城市景气上行，公司订单充足，给予“推荐”评级

### 6.1、业绩预测：预计 2020-2022 年营收增速为 1%、13.78%、19.22%

结合行业高景气发展趋势，公司在手订单，以及综合竞争优势，我们预计未来三年公司营收将维持稳健增长。预计 2020-2022 年，公司智慧城市业务收入为 19.68、23.10、27.92 亿元，增速为 15%、17%、21%。公共安全与反恐业务收入为 7.93、8.33、9.57 亿元，增速为-23%、5%、15%。由此，预计 2020-2022 年，公司合计营收为 27.83、31.67、37.75 亿元，增速为 1%、13.78%、19.22%。考虑到公司不断提升产品自研自采占比，项目运作经验越发成熟，我们预计公司毛利率将有所提升，预计 2020-2022 年公司销售毛利率为 39%、39.2%、40.5%。

表5：中电兴发分业务收入预测（百万元）

类别	科目	2019	2020E	2021E	2022E
智慧城市	营收	1706	1968	2310	2792
	同比（%）	8.15%	15.38%	17.39%	20.85%
	毛利率（%）	33.2%	38.7%	39.0%	40.3%
公共安全与反恐	营收	1030	793	833	957
	同比（%）	19.77%	-22.96%	4.95%	15.00%
	毛利率（%）	35.6%	39.9%	40.0%	41.0%
其他业务	营收	20.26	22.00	24.00	26.00
	同比（%）	6.62%	8.57%	9.09%	8.33%
	毛利率（%）	36.4%	36.0%	36.0%	38.0%
合计	营收	2756	2783	3167	3775
	同比（%）	6.62%	1.00%	13.78%	19.22%
	毛利率（%）	34.1%	39.0%	39.2%	40.5%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 6.2、估值与评级：预计目标价 12.4 元，给予“推荐”评级

我国智慧城市建设受需求和政策等因素驱动作用，订单稳步放量。公司在智慧城市领域深耕多年，积累了丰富的大中小项目建设和运营管理经验。此外，公司不断强化市场合作，扩大业务边界。目前，公司在手订单充足，未来增长可期。预计 2020-2022 年，公司营收为 27.83、31.67、37.75 亿元，归母净利润为 4.26、6.35、8.18 亿元，对应 EPS 为 0.62、0.92、1.18 元，对应 PE 为 14、10、8 倍。目前同行 2020 年平均 PE 估值 32 倍，保守预计公司 2020 年 PE 估值 20 倍，预计目标价 12.4 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表6: 中电兴发与同行相对估值对比 (2020年12月28日)

股票简称	证券代码	市值 (亿元)	EPS (元)				PE				PB
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
002298.SZ	中电兴发	61	0.43	0.62	0.92	1.18	21	14	10	8	1.39
300075.SZ	数字政通	55	0.72	0.31	0.43	0.57	16	37	26	20	1.80
300212.SZ	易华录	178	0.72	0.87	1.21	1.62	38	31	23	17	5.26
300020.SZ	银江股份	52	0.23	0.28	0.37	0.46	34	28	21	17	1.43
002373.SZ	千方科技	285	0.69	0.74	0.88	1.09	26	25	20	16	2.46
300523.SZ	辰安科技	73	0.53	0.77	1.10	1.48	59	41	28	21	4.87

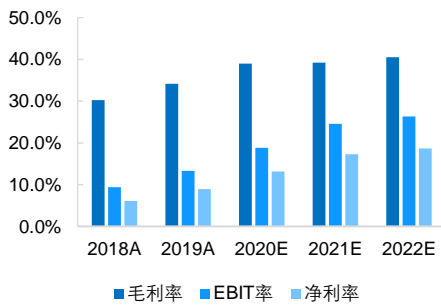
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

## 7、风险提示

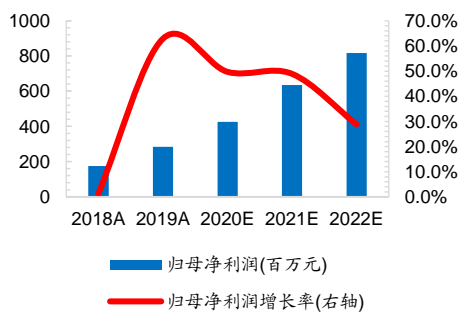
宏观经济影响智慧城市建设需求, 行业竞争加剧, 项目与技术更新换代风险等。

## 附：财务预测摘要

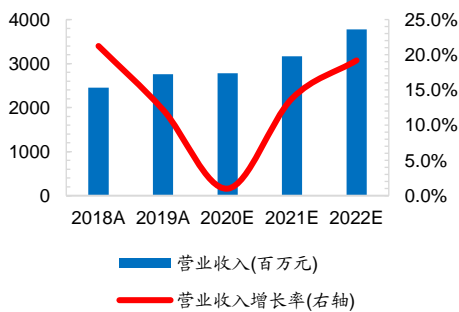
### 1、毛利率、EBIT率、净利率



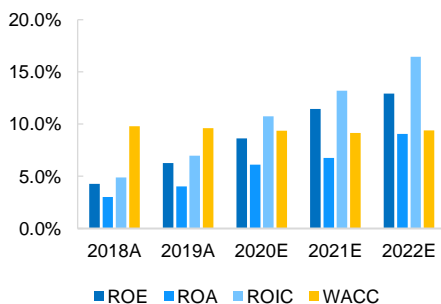
### 2、净利润及其年度增长率



### 3、营业收入及其年度增长率



### 4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2456	2756	2783	3167	3775
营业成本	1714	1815	1698	1926	2246
折旧和摊销	117	129	87	99	119
营业税费	22	19	25	29	34
销售费用	209	252	248	269	302
管理费用	133	167	150	158	193
财务费用	13	23	26	27	33
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	3	4	2	2	3
营业利润	223	336	502	746	961
利润总额	219	335	500	745	959
少数股东损益	14	4	4	6	8
归属母公司净利润	175	285	426	635	818

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	6240	7126	7037	9489	9113
流动资产	3203	4099	3994	6303	5732
货币资金	786	734	1888	2182	2588
交易型金融资产	0	1	1	1	1
应收账款	979	1295	929	1629	1410
应收票据	90	12	110	21	138
其他应收款	124	106	123	139	173
存货	1097	1748	750	2142	1209
可供出售投资	6	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	22	42	53	66	79
固定资产	582	560	527	601	718
无形资产	583	525	573	626	691
总负债	1823	2536	2052	3897	2729
无息负债	1054	1528	611	1877	946
有息负债	769	1008	1441	2019	1783
股东权益	4417	4589	4985	5593	6384
股本	692	692	692	692	692
公积金	2825	2824	2824	2824	2824
未分配利润	783	955	1241	1674	2229
少数股东权益	216	216	221	227	235

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-203	-345	894	12	1021
净利润	188	288	431	641	826
折旧摊销	117	129	87	99	119
净营运资金增加	-183	471	-340	748	-46
其他	-325	-1234	717	-1475	122
投资活动产生现金流	-31	-115	-112	-236	-312
净资本支出	17	18	16	126	183
长期投资变化	-9	-31	-11	-13	-13
其他资产变化	-23	-127	-107	-123	-142
融资活动现金流	-235	171	-70	-85	-84
股本变化	-12	0	0	0	0
债务净变化	435	714	-484	1844	-1167
无息负债变化	372	474	-917	1266	-931
净现金流	-470	-289	711	-309	626

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	21.2	12.2	1.0	13.8	19.2
净利润增长率	-2.6	53.1	49.3	48.9	28.8
EBITDA 增长率	19.1	42.3	23.3	43.5	26.8
EBIT 增长率	5.9	58.4	43.0	48.4	27.7
<b>估值指标</b>					
PE	23.7	29.9	14.3	9.6	7.5
PB	0.9	1.2	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA	18.1	13.3	9.6	7.0	5.0
EV/EBIT	27.3	18.0	11.2	7.9	5.6
EV/NOPLAT	31.7	20.9	13.0	9.2	6.5
EV/Sales	2.6	2.4	2.1	2.0	1.5
EV/IC	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	30.2	34.1	39.0	39.2	40.5
EBITDA 率	14.2	18.0	22.0	27.7	29.5
EBIT 率	9.4	13.3	18.8	24.6	26.3
税前净利润率	9.1	12.2	18.0	23.6	25.5
税后净利润率 (归属母公司)	6.1	8.9	13.2	17.3	18.6
ROA	3.0	4.0	6.1	6.8	9.1
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.3	6.3	8.6	11.5	12.9
经营性 ROIC	4.9	7.0	10.8	13.2	16.5
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.1	1.8	2.2	1.7	2.2
速动比率	1.3	0.9	1.7	1.1	1.7
归属母公司权益/有息债务	5.5	4.3	3.3	2.7	3.4
有形资产/有息债务	4.9	4.6	3.1	3.4	3.6
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.25	0.41	0.62	0.92	1.18
每股红利	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
每股经营现金流	0.69	-0.10	1.29	0.02	1.48
每股自由现金流(FCFF)	-0.02	0.00	1.25	-0.15	1.21
每股净资产	6.08	6.32	6.89	7.76	8.89
每股销售收入	3.55	3.99	4.02	4.58	5.46

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**马笑**，华中科技大学硕士，2017年加入新时代证券，传媒互联网&计算机科技行业组长。5年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019年每市组合传媒行业第三名。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>