

外包回暖，内需强劲

报告要点

■ 软件外包已表现强劲的抗风险能力

在全球经济危机背景下，东软软件外包上半年收入增速远远领先于国内其他软件外包公司，即便与印度软件巨头 TCS、Infosys 相比也不逊色。其抗风险能力已远领先市场，而这主要归因于公司在电子产品嵌入式领域的独特优势以及与客户形成的利益共享纽带。

■ 软件外包逐步复苏，空间仍然十分广阔

受益全球经济逐步复苏，软件外包市场已开始回暖，从日本电子产品销售额和索尼、东芝等电子厂商销售数据来看，触底回升迹象明显，进而我们可判断以电子产品嵌入式软件为主的东软集团软件外包业务也即将反弹。而从长远来看，在东软向软件外包上游产业链发展和全球软件外包向中国转移的趋势下，东软盈利能力和外包收入规模仍有较大的提升空间。

■ 国内业务需求强劲

在电力、电信、社保等行业信息化加快的背景下，东软国内系统集成和应用软件业务需求仍然十分强劲。而从长远来看，在 IT 综合服务成为未来发展趋势的背景下，参照 IBM 的成功转型，东软以其当前打下的客户基础、技术基础和行业经验，未来有望成为国内最大的 IT 综合服务商，而其竞争力也将得到大幅提升。

■ 我们上调公司至“推荐”评级

基于对软件外包的回暖和国内业务的强劲需求，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.67 元、0.84 元，并上调公司评级至“推荐”。

主要财务指标

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	3711	4346	5314	6396
增长率（%）	10.28%	17.10%	22.27%	20.37%
归属母公司所有者净利润（百万元）	490.8	631.0	792.1	997.4
增长率（%）	18.24%	28.56%	25.53%	25.92%
每股收益（元）	0.52	0.67	0.84	1.06
净资产收益率（%）	14.4%	16.0%	17.2%	18.3%
每股经营现金流（元）	0.78	0.86	1.05	1.30

当前股价：20.08
信息技术行业评级 看好

公司基本数据 2009.10.19

总股本(万股)	94430
流通 A 股/B 股(万股)	25177/0
资产负债率	29.18%
每股净资产（元）	3.84
市盈率（当前）	30
市净率（当前）	5.23
12 个月内最高/最低价	8.03/22.74

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

PE
PB
EV/EBITDA
PE
PB
EV/EBITDA

相关研究

分析师：

马先文 陈志坚
027-65799506
maxw@cjsc.com.cn

联系人：

杨靖凤
021-68751636
yangjf@cjsc.com.cn

正文目录

软件外包已表现出强劲的抗风险能力	4
软件外包逐步复苏，未来空间仍然十分广阔	5
软件外包已逐步回暖	5
软件外包空间仍然是十分广阔	7
国内需求仍然十分强劲	9
系统集成内需强劲	9
系统集成商向 IT 综合服务商转型已初见成效	10
风险分析	12
盈利预测与估值	12

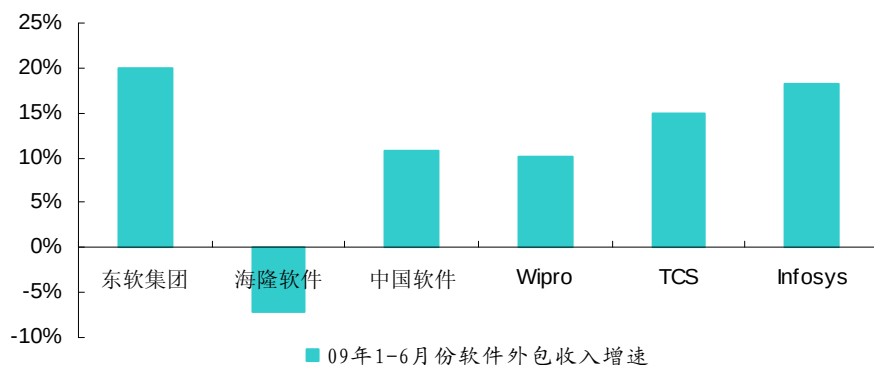
图表目录

图 1: 2009 年 1-6 月份东软集团与国内外公司软件外包收入增速比较.....	4
图 2: 东软集团软件外包细分领域构成	4
图 3: 东软集团外资股东持股明细.....	5
图 4: 国内主要软件外包公司员工人数对比	5
图 5: 日本电子产品收入增速.....	6
图 6: 索尼、东芝、阿尔派收入增速	6
图 7: 全球手机出货量.....	6
图 8: 全球汽车电子市场规模.....	6
图 9: 软件开发流程	7
图 10: 东软集团与 Infosys 外包业务利润率比较	7
图 11: 东软集团与 infosys 外包业务人均销售额比较	7
图 12: 东软与 infosys 人均年工资比较.....	8
图 13: 中国与印度软件外包市场集中度比较	8
图 14: infosys 历年销售收入	9
图 15: infosys 历年员工人数	9
图 16: 东软国内系统集成及应用软件收入结构（07 年数据）	9
图 17: 中国电信业应用软件投资额.....	10
图 18: 国内外 3G 电信运营商 BOSS 投资比例	10
图 19: 2009 年中国各行业 IT 支出同比增速.....	10
图 20: IT 厂商业务演进路径.....	11
图 21: 东软集团国内系统集成业务毛利率变化趋势	11
图 22: IBM 转型成功要素	12
图 23: 东软集团历年外包收入增速.....	13
表 1: 东软集团收入与毛利率假设	13

软件外包已表现出强劲的抗风险能力

08 年的金融危机使国内外软件外包企业遭受重创，如国内软件外包公司海隆软件、中国软件等均出现下滑或增速大幅放缓。即使是印度软件外包巨头 Infosys、Winpro、TCS 等也受此影响较大。当然东软集团上半年也受到金融危机冲击，但与国内外软件外包公司相比，东软集团已表现出较强的抗风险能力。

图 1：2009 年 1-6 月份东软集团与国内外公司软件外包收入增速比较



资料来源：bloomberg, 长江证券研究部

从软件外包收入看，东软集团上半年实现 20% 增长，虽然较去年同期 32.4% 的增速有所下滑，但仍然保持较快增长势头，且领先于国内同类公司和印度软件外包巨头。在金融危机冲击下，东软集团软件外包收入增速能够远远领先同行，究其原因，我们认为主要有以下三点：

第一，从东软软件外包来源看，主要来自电子产品嵌入式领域，而来自受此次经济危机影响最大的金融业仅占公司外包收入的 10%。而嵌入式软件相对具备较高的技术壁垒，从而使客户对其有一定的依赖性。

图 2：东软集团软件外包细分领域构成



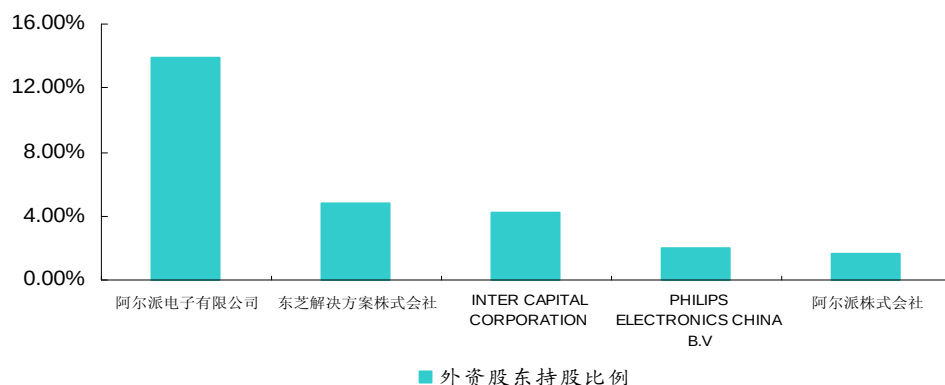
资料来源：长江证券研究部

第二，与国内企业相比，东软软件外包主要与终端厂商或解决方案商直接签署合同，亦即所谓的“一手外包”，而国内众多软件外包企业均是签署分包甚至“三手外包”，而在金融危机冲击下，“一手外包”显然具备更强的抗风险能力。

第三，从东软股东结构来看，阿尔派、东芝等大企业既是其客户，同时也是其股东，由于其在东软的持股进而存在利益共享因素，阿尔派、东芝等大客户对其大幅削减软件外包合同的

可能性较小。同时，东软集团从事软件外包多年，几大客户均与公司合作时间较长，彼此已十分信任，而信任度作为日本公司衡量中国软件外包公司的主要因素，东软无疑已占领先机。

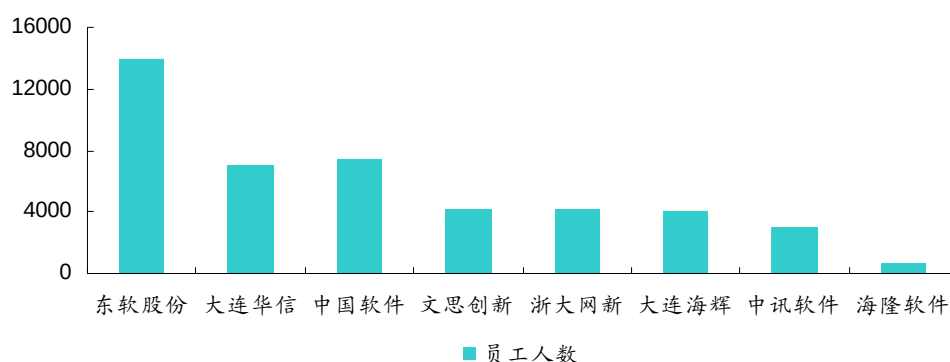
图 3：东软集团外资股东持股明细



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们认为，正是由于东软集团从事的嵌入式软件外包存在的技术壁垒、客户资源等优势使其外包业务在金融危机背景下仍保持良好的发展势头。同时，东软集团已成为国内规模最大的软件外包商，而规模作为发包商选择接包对象时的重点考量指标，东软与国内厂商相比无疑更具竞争优势。

图 4：国内主要软件外包公司员工人数对比



资料来源：公司公告，长江证券研究部

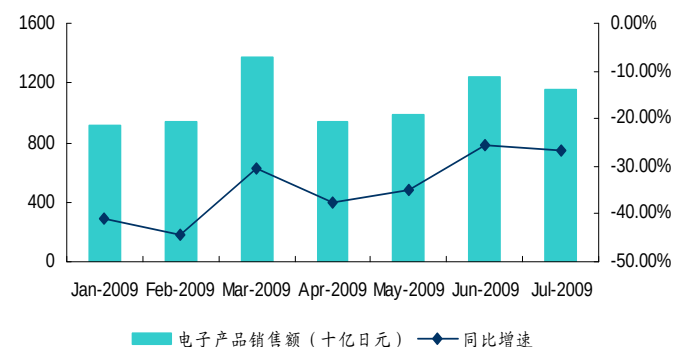
软件外包逐步复苏，未来空间仍然十分广阔

软件外包已逐步回暖

由于软件外包主要依赖海外经济，在欧、美、日几大经济体最糟糕时期已经过去，并处于逐步复苏的背景下，中国软件外包业必然迎来转机。由于海外企业在确定转好之后才加大其发包量，因此我们认为离岸软件外包与经济复苏相比具有一定的滞后性。

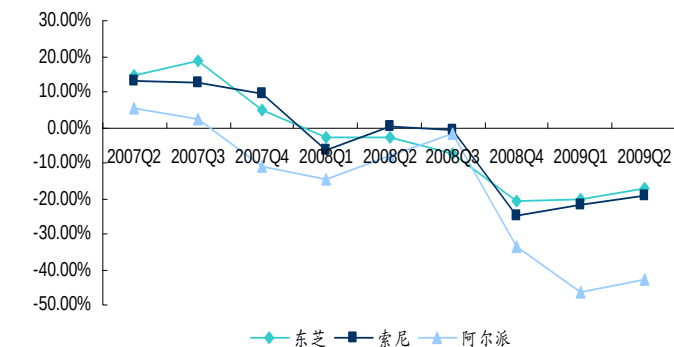
对于东软集团而言，由于其大部分外包来自日本电子产品的嵌入式领域，故日本电子产品需求对其影响较大。从日本电子产品销售额增速中可看出，在经历了 09 年 1-4 月份的低谷期后，日本电子产品销售额已开始回暖，虽然与去年同期相比下滑仍然较大，但降幅收窄已是不争事实。同时，东软集团几大客户如索尼、东芝、阿尔派的季度数据也表明其增速既 09 年 1-3 月份的最坏时期后，增速已开始回升。我们认为，在日本电子产品销售回暖和东芝、阿尔派等大客户逐步转好的背景下，东软软件外包也将触底反弹。

图 5：日本电子产品收入增速



资料来源：CEIC，长江证券研究部

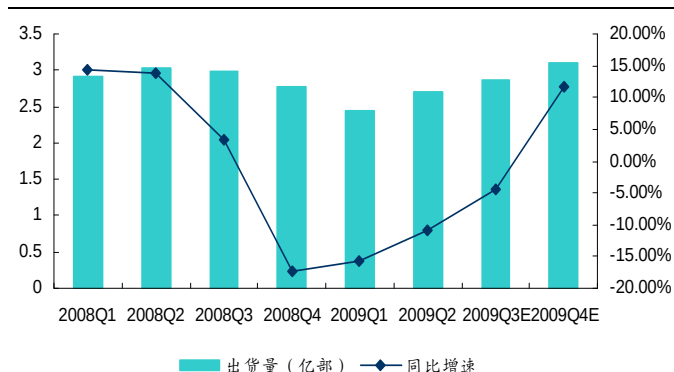
图 6：索尼、东芝、阿尔派收入增速



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

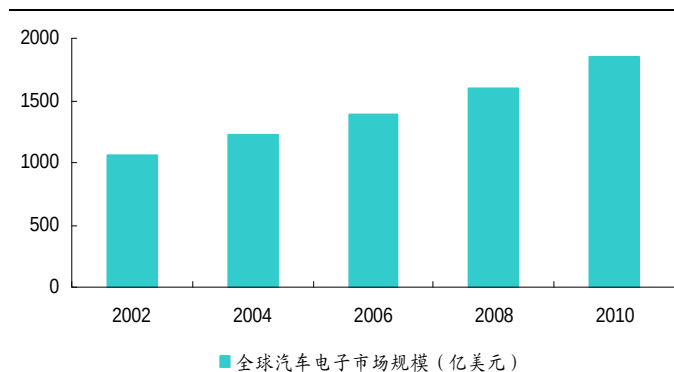
事实上，东软集团从事的嵌入式软件主要集中于手机和汽车电子等领域，从全球手机出货量来看，既 08 年四季度步入低谷期后，09 年开始触底回升，09 年二季度全球手机出货量为 2.696 万部，同比下滑 10.8%，但下滑幅度较去年四季度和今年一季度已明显缩小，预计三季度同比下滑 4.35%，而四季度将出现正增长。而从全球汽车电子销售规模来看，受消费者对汽车安全性、可靠性、娱乐性功能的追求，全球汽车电子并未受到汽车销量下滑的负面影响，反而出现持续增长势头，预计 2010 年全球汽车电子销售规模为 1853 亿美元，较 2008 年增长 16%。我们认为，在手机市场逐步回暖和汽车电子持续增长的背景下，东软软件外包回暖趋势值得期待。

图 7：全球手机出货量



资料来源：IDC，长江证券研究部

图 8：全球汽车电子市场规模



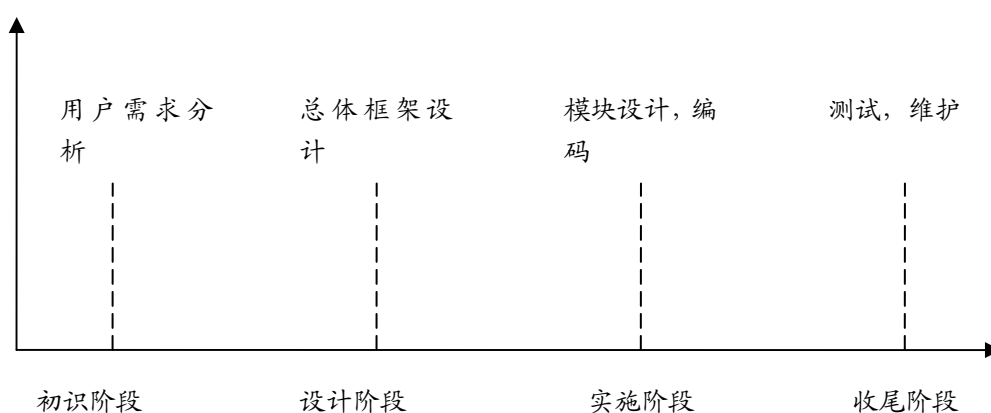
资料来源：计世资讯，长江证券研究部

软件外包空间仍然是十分广阔

虽然东软已成为国内最具实力的软件外包企业，但从长远看来，东软在软件外包领域仍然具有十分广阔的发展空间。我们认为其发展空间主要体现为二点：

第一，盈利能力仍然有较大提升空间：我们认为，从软件开发流程来看，从底层到上层依次可分为测试维护、模块设计和编码、总体框架设计和用户需求分析，而越处于开发上游的工作，其外包的价格越高，规模越大，亦即其利润率越高。由于中国软件外包起步较晚，其所从事的大部分业务仍处于编码和测试阶段，涉及总体框架设计和用户需求业务仍然较少。但随着中国软件外包企业规模和能力的提升，向软件开发上游逐步发展已成为不可逆转的趋势，从长远来看，中国软件外包企业盈利能力将逐步得以提升。

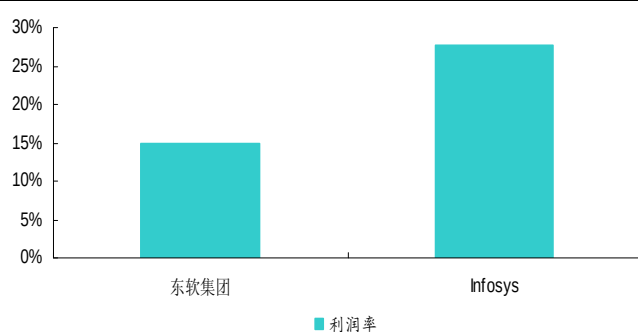
图 9：软件开发流程



资料来源：长江证券研究部

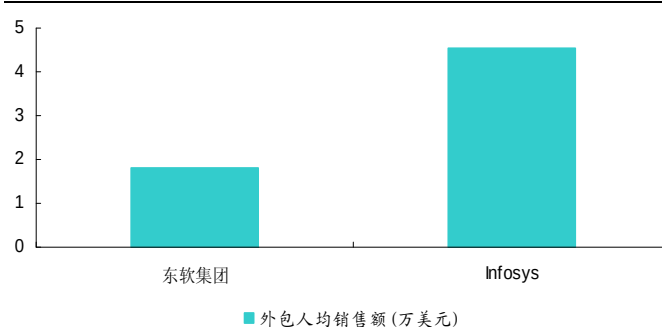
对于东软而言，其软件外包大部分业务处于编码向总体框架设计的过渡阶段，从发展空间来看，随着用户需求分析和总体框架设计业务比重的增加，东软集团的盈利能力仍有较大的提升空间。我们以印度软件外包巨头 Infosys 为例，其发展初期以编码和测试为主，并逐步发展到软件总体规划设计、用户需求分析及管理咨询等层次较高的业务。而东软正沿 Infosys 发展路径稳步向前，我们对比东软和 Infosys 外包业务的利润率水平和人均销售额，从中可看出，东软的业务层次发展到软件开发上游，其利润率仍有 12 个百分点的提升空间，而人均销售额还有一倍以上提升空间。

图 10：东软集团与 Infosys 外包业务利润率比较



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

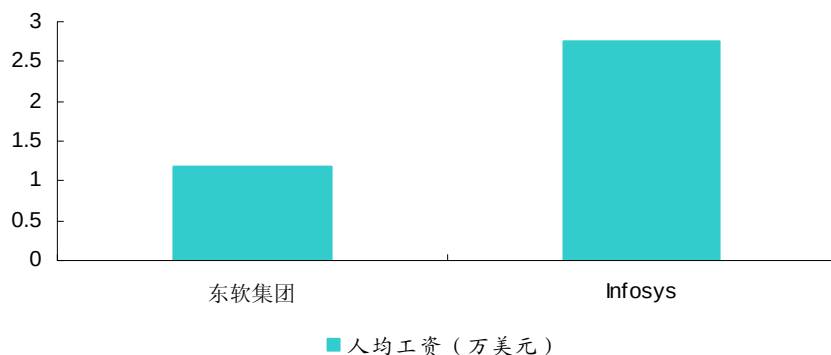
图 11：东软集团与 infosys 外包业务人均销售额比较



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

第二，规模仍然具备较大的提升空间：我们认为，东软软件外包年收入虽然已接近 2 亿美元，但与印度软件外包巨头 infosys、wipro、TCS 等公司相比差距明显，未来仍然具有较大的提升空间。从中国软件外包市场看，此次金融危机的影响只是短期因素，而在中国接包能力逐步加强的背景下，全球软件外包向中国转移的趋势并未发生改变。与世界软件外包王国印度相比，虽然规模仍然较小，但随着东软、海辉、华信等国内大型外包企业的迅速崛起，中国已具备了承接大型外包项目的能力，其能力已基本与印度 2000 年相当，而这正是印度外包企业从积累到腾飞的起点。且值得我们关注的是，人力成本作为外包的基础要素，我们从东软和 infosys 年报摘取的数据比较，东软人力成本不到 infosys 一半，说明中国人力成本与印度相比仍然较为明显。基于这两个因素，我们认为欧美软件外包将不再单一依靠印度，而是逐步向中国等发展中国家转移。从日本来看，中国仍然占据日本离岸外包 60% 市场，但占其整体外包市场不到 2%，未来仍然具备十分广阔的发展空间。

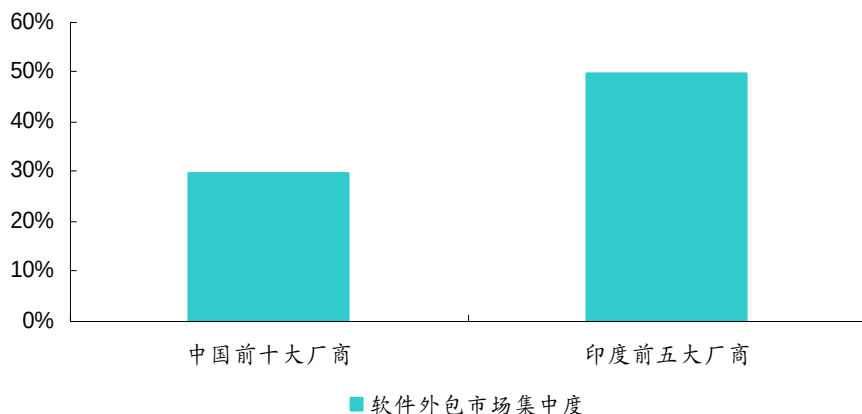
图 12：东软与 infosys 人均年工资比较



资料来源：bloomberg，长江证券研究部

从行业市场看，我们并不担忧中国软件外包市场的快速成长。而对具体企业而言，东软无论在人员规模、人才、接包能力及客户资源上，都具备强大的竞争优势，在中国软件外包市场长期向好的背景下，东软软件外包规模有望得到快速提升。同时，我们与成熟的印度市场相比，中国软件外包市场仍然十分分散，而国家政策扶持一小批企业成为世界领先的软件外包企业必然产生市场整合需求，这对东软而言较为有利。

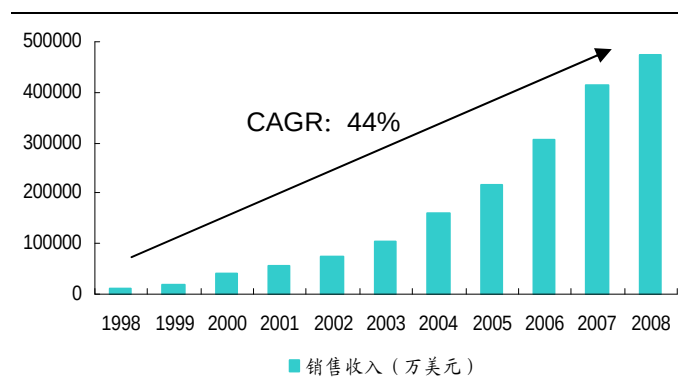
图 13：中国与印度软件外包市场集中度比较



资料来源：IDC，长江证券研究部

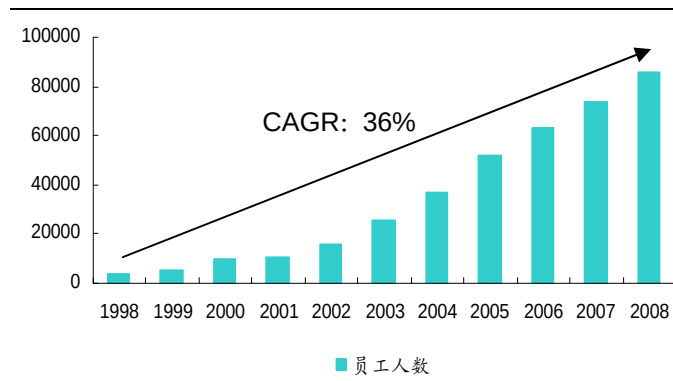
这里，我们可大约估算东软的未来的发展规模，参照 infosys，从人员规模和外包收入情况来看，东软基本与 infosys2000 年相当。以 infosys 为例，既往十年，infosys 创造了年收入复合增长率达 44% 的神话，其员工数量年复合增长率也达到 36%。究其原因，我们认为在 infosys 等软件外包企业经过多年积累，且具备承接大型外包能力的基础上，恰恰碰上 2000 年“千年虫”和“欧元诞生”以及美国经济的持续增长，促使欧美外包需求大增，从而使 infosys 走上了腾飞之路。对于东软而言，目前也面临全球软件外包向中国转移及全球经济逐步好转的发展机遇。从公司之前的发展规划来看，未来软件外包可达到三万人的规模，按照 infosys 的人均销售额计算，3 万人可产生 10 亿美元以上的销售额，相对于东软目前不到 2 亿美元的外包收入而言，仍有大幅提升的空间。

图 14: infosys 历年销售收入



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

图 15: infosys 历年员工人数



资料来源: bloomberg, 长江证券研究部

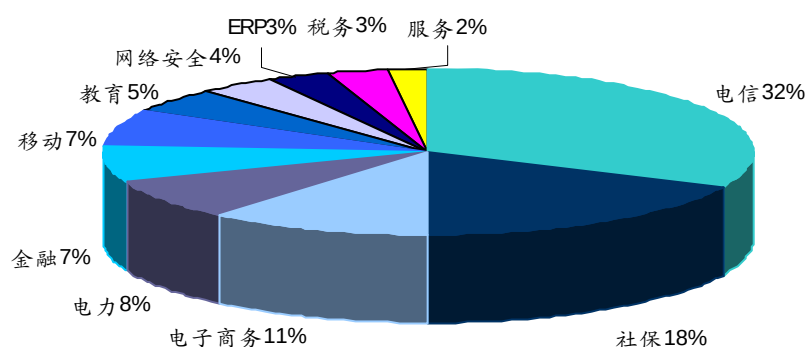
国内需求仍然十分强劲

除离岸软件外包之外，作为东软未来发展战略之一的国内业务对其同样举足轻重，公司国内业务主要包括电信、电力、电子政务等领域的系统集成和应用软件。

系统集成内需强劲

从东软系统集成构成来看，涉及电信、电力、社保、金融、教育等众多行业，且公司在电信 BSS、电力生产营销系统、数字化医疗领域形成了较强的竞争力。

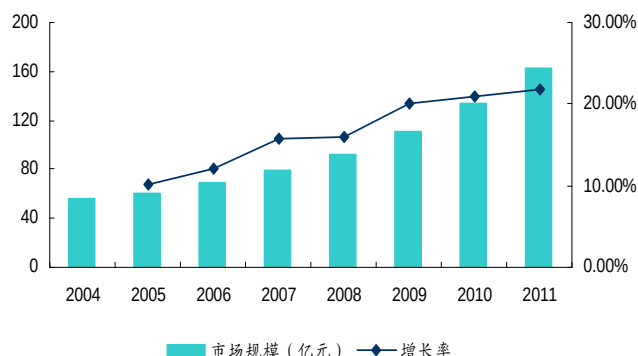
图 16: 东软国内系统集成及应用软件收入结构（07 年数据）



资料来源：长江证券研究部

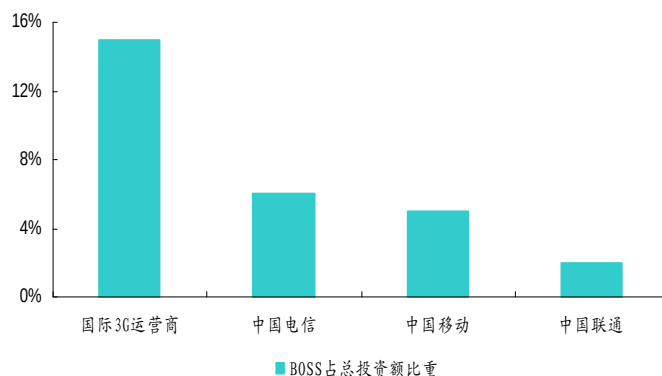
从公司系统集成从事行业来看，占收入比重较高的电信、社保、电力、电子商务几个主要行业均处于快速发展期。电信行业在 3G 推出后，数据增值业务的拓展必然带来相关增值业务系统的需求和 BOSS 系统改造需求。事实上，与国际成熟的 3G 运营商对比，中国 BOSS 投资占比远远落后，这将进一步加强中国电信运营商对 BOSS 的投资力度。

图 17：中国电信业应用软件投资额



资料来源：IDC，长江证券研究部

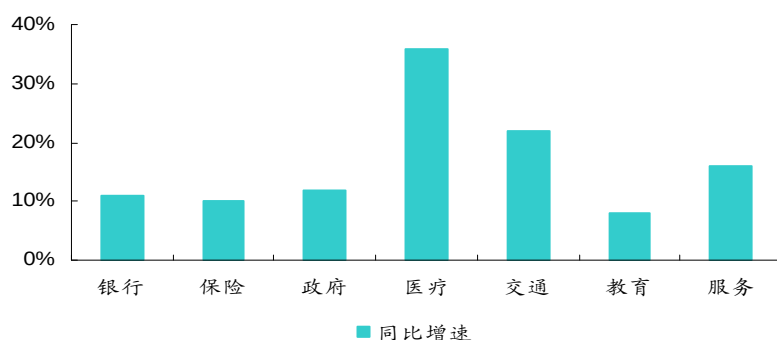
图 18：国内外 3G 电信运营商 BOSS 投资比例



资料来源：中国电子报，长江证券研究部

在电力领域，公司的电力营销系统已在 SG186 工程中的辽宁、黑龙江、新疆、四川、江西五省成功运行，上半年又中标河南、陕西两省合同，而未来两年是国家电网 SG186 项目建设的高峰期，因此在未来几年，东软来自电力领域的收入将维持快速增长。在其他领域，09 年国家出台的扩大内需政策将对铁路、公路、政府、教育、交通等行业的投资刺激作用较大，而信息化的建设对其作用不可或缺，基础设施的投资必将带动相关的 IT 支出，分行业来看，金融、政府、交通、医疗等几大行业 IT 支出增速预计均在 10% 以上。这对东软而言，无疑面临较好的发展机遇。

图 19：2009 年中国各行业 IT 支出同比增速



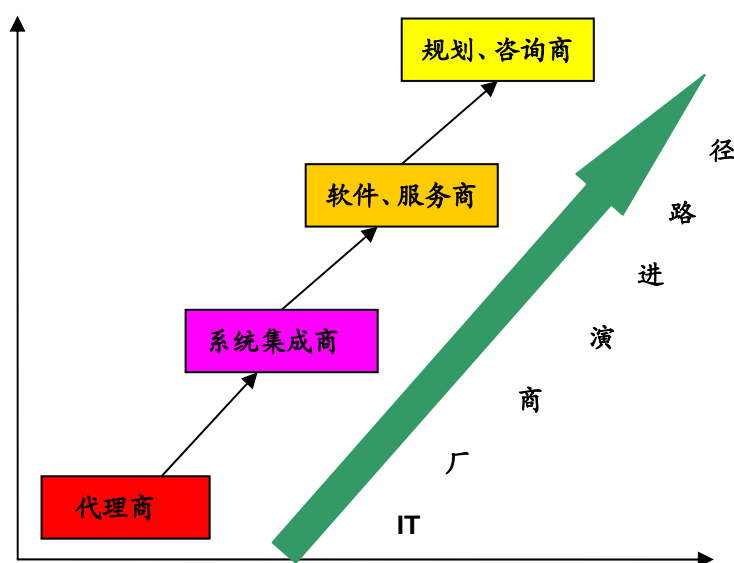
资料来源：梅花网，长江证券研究部

系统集成商向 IT 综合服务商转型已初见成效

我们认为，短期来看，在内需表现强劲的背景下，东软国内系统集成业务也将实现快速增长，

这一点已经在公司上半年国内合同实现 30%左右增长中得到验证。而从长远来看，我们认为东软国内业务并不仅仅局限于系统集成，而是成为中国最具实力的 IT 综合服务商，尽管目前离这一目标仍需时间积累。事实上，IT 厂商从低端向高端的发展可分为代理商、系统集成商、软件及服务至最高端的总体规划和咨询厂商。就目前而言，中国绝大多数企业扮演着代理商和系统集成商的角色，而具备实力的软件服务商较少，至于产业链最高端的规划、咨询厂商更是凤毛麟角。从盈利能力角度来看，代理商由于缺乏自主产品，受到上游厂商的压制，赚取利润较少。纯系统集成商在行业竞争激烈的背景下，利润率也逐步走低。而在 IT 服务成为未来发展趋势的背景下，IT 系统集成商向 IT 服务商转型已成事实。

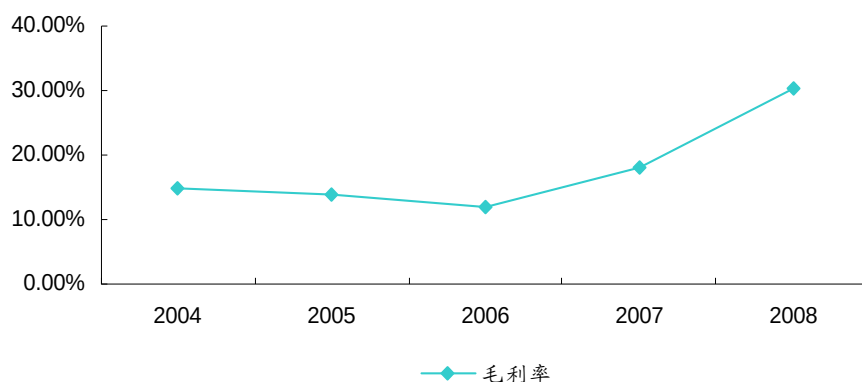
图 20：IT 厂商业务演进路径



资料来源：长江证券研究部

对于东软而言，目前处于系统集成商和软件服务商的双重角色，而在 06 年以前，东软还主要扮演者系统集成商的角色，软件及服务涉及较少。但经过 06 年的转型，公司硬件比例逐步降低，而软件和服务比例逐步提升，这一点我们可从公司国内系统集成业务中 06 年前后毛利率的变化中略见一斑。

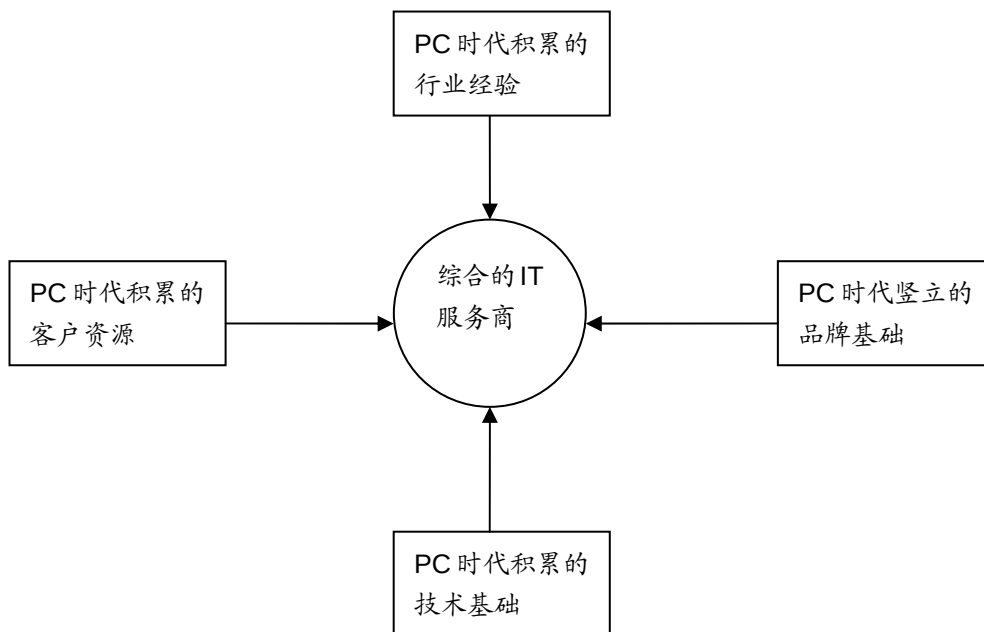
图 21：东软集团国内系统集成业务毛利率变化趋势



资料来源：长江证券研究部

我们认为，东软由系统集成商向 IT 服务商转型顺应了 IT 行业的发展趋势，从提升公司盈利能力角度来看，转型已初见成效。IBM 作为业内由硬件厂商向 IT 服务商成功转型的经典案例值得我们借鉴。在 PC 竞争异常激烈的背景下，IBM 90 年代果断由硬件制造转向 IT 服务并取得不俗的成绩，截至目前，IBM 咨询和服务收入占比已接近 80%，已成为全球最大的 IT 综合服务商。除了 IBM 对 IT 服务趋势的准确判断，我们认为其在 PC 时代积累的客户资源、技术基础、品牌基础和行业经验是其转型成功的主要原因。对于东软而言，目前仍然处于积累客户基础、技术基础、行业经验和树立品牌的阶段，但其规模、技术等在国内已首屈一指，并在国内拥有工行、建行、南方电网、国家电网、中国移动、中国联通、各地方政府等一万多家大中型企业客户，而这些为东软未来向 IT 综合服务商转型奠定了基础，可以预计，中国的 IBM 并非遥不可及。

图 22: IBM 转型成功要素



资料来源：长江证券研究部

风险分析

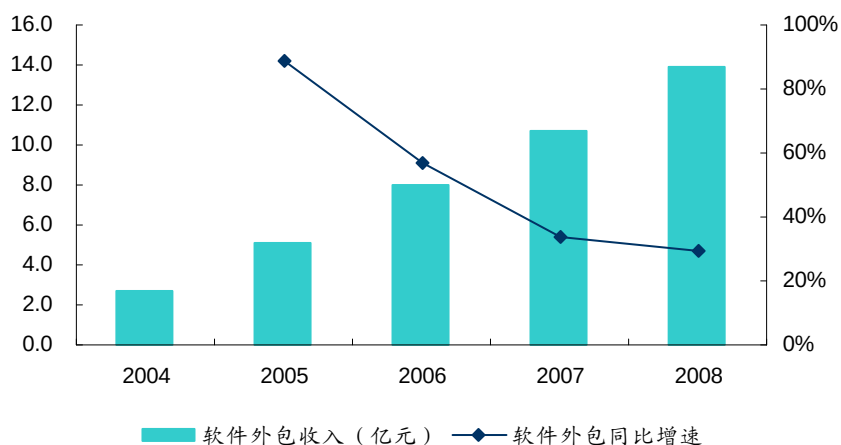
我们认为公司的风险来自两方面：第一，公司软件外包与海外经济息息相关，若全球经济出现二次探底或者复苏进程过慢，对东软软件外包存在不利影响。第二，由于公司外包收入以美元或日元结算，而成本以人民币结算，若人民币升值速度过快，对公司收入结算有一定负面影响。

盈利预测与估值

我们认为，在上半年经济的最低谷，东软外包仍然保持了 20% 增长，而基于软件外包的逐步复苏，我们认为其软件外包收入 2009 年增速为 25%，2010 年可恢复至 30%。而国内业务需求的强劲使公司今年的内需合同保持了快速增长，我们预计国内业务 2009、2010 年增

速分别为 15%和 20%，具体假设如表 1。基于此，我们预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.67、0.84 元，公司复苏前景明朗，我们对其评级由“谨慎推荐”上调为“推荐”。

图 23：东软集团历年外包收入增速



资料来源：长江证券研究部

表 1：东软集团收入与毛利率假设（万元）

		2008A	2009E	2010E	2011E
软件外包	收入	121980.00	152475.00	198217.50	257682.75
	收入增长率		25.00%	30.00%	30.00%
	成本	70748.40	88435.50	114966.15	149456.00
	毛利率	42.00%	42.00%	42.00%	42.00%
国内软件及系统集成	收入	171355.00	197058.25	236469.90	271940.39
	收入增长率		15.00%	20.00%	15.00%
	成本	119331.62	135970.19	160799.53	182200.06
	毛利率	30.36%	31.00%	32.00%	33.00%
医疗系统	收入	67107.00	73817.70	84890.36	97623.91
	收入增长率		10.00%	15.00%	15.00%
	成本	40465.52	45028.80	51783.12	59550.58
	毛利率	39.70%	39.00%	39.00%	39.00%

公司财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3711	4346	5314	6396	货币资金	1157	1430	1837	2540
营业成本	2355	2748	3332	3971	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1356	1598	1982	2425	应收账款	798	897	1080	1287
% 营业收入	36.5%	36.8%	37.3%	37.9%	存货	339	369	447	533
营业税金及附加	45	53	65	78	预付账款	28	32	39	47
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	其他流动资产	10	12	14	17
销售费用	287	330	388	461	流动资产合计	2361	2762	3452	4464
% 营业收入	7.7%	7.6%	7.3%	7.2%	可供出售金融资产	80	40	40	40
管理费用	517	595	707	844	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.9%	13.7%	13.3%	13.2%	长期股权投资	573	648	681	721
财务费用	5	12	10	9	投资性房地产	540	540	540	540
% 营业收入	0.1%	0.3%	0.2%	0.1%	固定资产合计	1389	1705	1996	2167
资产减值损失	25	23	22	23	无形资产	321	305	290	275
公允价值变动收益	-9	0	0	0	商誉	6	6	6	6
投资收益	35	75	40	40	递延所得税资产	25	2	2	2
营业利润	503	659	830	1051	其他非流动资产	298	298	298	298
% 营业收入	13.5%	15.2%	15.6%	16.4%	资产总计	5593	6306	7305	8512
营业外收支	35	50	60	70	短期贷款	30	0	0	0
利润总额	537	709	890	1121	应付款项	472	559	677	807
% 营业收入	14.5%	16.3%	16.7%	17.5%	预收账款	365	413	505	608
所得税费用	65	71	89	112	应付职工薪酬	154	175	212	253
净利润	472	638	801	1009	应交税费	27	31	39	48
归属于母公司所有者的净利润	490.8	631.0	792.1	997.4	其他流动负债	172	199	240	286
少数股东损益	-18	7	9	11	流动负债合计	1219	1377	1673	2001
EPS (元/股)	0.52	0.67	0.84	1.06	长期借款	275	275	275	275
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	8	0	0	0
经营活动现金流净额	732	812	989	1226	其他非流动负债	428	448	468	488
取得投资收益收回现金	1	0	0	0	负债合计	1930	2100	2416	2764
长期股权投资	9	0	0	0	归属于母公司所有者权益	3407	3944	4617	5465
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	256	263	272	283
固定资产投资	-460	-443	-453	-364	股东权益	3663	4207	4889	5748
其他	-6	40	0	0	负债及股东权益	5593	6306	7305	8512
投资活动现金流净额	-457	-403	-453	-364	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.520	0.668	0.839	1.056
股权融资	3	0	0	0	BVPS	3.61	4.18	4.89	5.79
银行贷款增加 (减少)	-510	-30	0	0	PE	38.64	30.05	23.94	19.01
筹资成本	52	-107	-129	-158	PEG	1.45	1.13	0.90	0.71

其他	-56	0	0	0	PB	5.56	4.81	4.11	3.47
筹资活动现金流净额	-511	-137	-129	-158	EV/EBITDA	28.78	21.87	17.10	13.17
现金净流量	-236	272	407	704	ROE	14.4%	16.0%	17.2%	18.3%

资料来源：长江证券研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn
吕 洁	销售经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。