

2010-07-20

电子设备和仪器

航天信息 600271.SH

业绩增长明朗，市场拐点已至

- ◇ 一般纳税人强制认定工作执行情况良好
- ◇ 我们预计公司中期和全年业绩平稳较快增长

◆一般纳税人强制认定执行良好，全年业绩有保障

今年3月20日，国税总局正式在全国推行一般纳税人强制认定工作，至6月30日已经基本完成。我们估计今年公司的防伪税控系统发货量将达到48万套，为近年最高水平；与此同时，税控系统价格不会下降。在政策推动之下，我们预计公司今年全年业绩增长将达到30%左右，其中上半年将超过30%。

◆增值税改革仍在持续，为长期业绩提供支撑

全国增值税改革还在持续深入，扩大税基、降低税率是国家的既定方针。除了一般纳税人降标之外，增值税适用行业和企业还将不断扩大，营业税与增值税很可能最终合并。我们认为增值税改革的后续政策将在2-3年内逐步推出，使得防伪税控系统发货量维持在40万套以上，为公司的长期业绩提供支撑。

◆软件与系统集成前途远大，将成为新的核心业务

2008年以来，公司通过收购、自主研发等方式增强软件业务，管理软件、财税专业软件成为亮点。2009年控股华迪计算机之后，公司在系统集成方面也取得较大进展。公司一方面深入开拓针对防伪税控系统客户的增值软件，另一方面加强针对军队、政府和大型国企的系统集成，软件与系统集成将成为新的核心业务。

◆集团主导的资本运作可能出台，估值有提升空间

航天科工集团计划在“十二五”期间建成信息技术的资本市场平台，虽然具体的运作方式和时间表尚未确定，但是集团采取资本运作的方式增强公司实力已成定局。在国家鼓励央企做大做强上市公司的背景之下，作为集团旗下最绩优的企业，公司占据了战略制高点，其估值水平有一定的提升空间。

◆维持“买入”评级，目标价位19.6元

我们对航天信息2010-2012年EPS的预测为0.85元、0.93元和1.11元。结合公司的历史估值和行业平均估值，赋予其23倍2010年P/E（折合16倍2010年EV/EBITDA），得到目标价位19.6元，维持“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	5,931	7,491	9,432	10,979	12,762
营业收入增长率	22.93%	26.31%	25.90%	16.40%	16.25%
净利润（百万元）	553	610	789	858	1,021
净利润增长率	17.57%	10.31%	29.22%	8.70%	19.05%
EPS（元）	0.60	0.66	0.85	0.93	1.11
ROE（归属母公司）	18.05%	17.56%	19.37%	18.31%	18.78%
P/E	26	24	18	17	14
EV/EBITDA	13	16	13	12	10

维持

买入

当前价格	15.20 元
目标价格	19.60 元
目标期限	6 个月

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

联系人：裴培

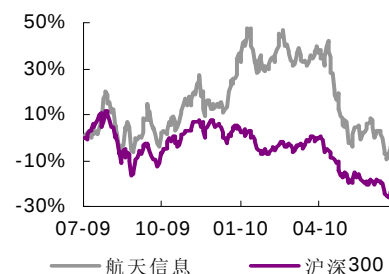
021-22169043

peipei@ebcn.com

市场数据

总股本(百万股)	923
总市值(百万元)	14,479
流通比例(%)	100.00%
12个月最高/最低（元）	24.61/13.89
近3月日均成交量(百万股)	7.77
主要股东	中国航天科工集团公司

股价表现(12个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.72	-7.59	18.85
绝对收益	-9.47	-29.25	-3.26

相关报告：

历史性时刻悄然降临
..... 2010-03-29
军工业务和资本运作预期将打开估值空间
..... 2010-01-14
成长前景明确，估值严重偏低
..... 2009-12-24

一般纳税人强制认定执行情况良好

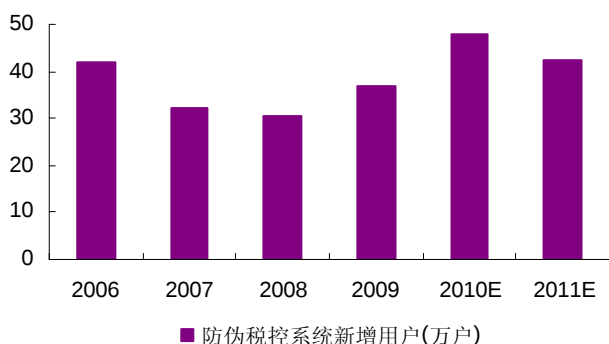
2009年1月1日开始，一般纳税人标准从工业企业100万收入、商业企业180万收入，降为工业企业50万收入、商业企业80万收入。2010年3月20日，国税总局正式发文执行一般纳税人强制认定，要求在6月30日之前完成强制认定。2009年，为了减轻企业负担、抵消全球金融危机的影响，虽然许多企业收入早已达标，但是国税局并未将其确认为一般纳税人；以上历史遗留问题将在今年基本解决。

根据我们对渠道的调查，一般纳税人强制认定的执行情况良好，各地国税局早在第一季度即开始这项工作，第二季度则将其作为工作重点，在上半年之内完成强制认定的目标基本达到。我们预计与一般纳税人降标相关的新增收入将在今年前三季度确认，其中大部分在上半年确认，公司中期业绩增长将超过30%，全年业绩增长在30%左右。

我们预计2010年，公司的防伪税控系统发货量将达到48万户，为2003年以来的最高点。此外，一般纳税人降标的效果不是一次性的，而是长期持续的。收入在50万-100万之间的工业企业和收入在80万-180万之间的商业企业，是我国增长最快的企业类型，每年涌现出的新成员都有数万户。在这部分新增用户的推动之下，我们预计2011-2012年公司的防伪税控系统发货量都将维持在40万户以上。

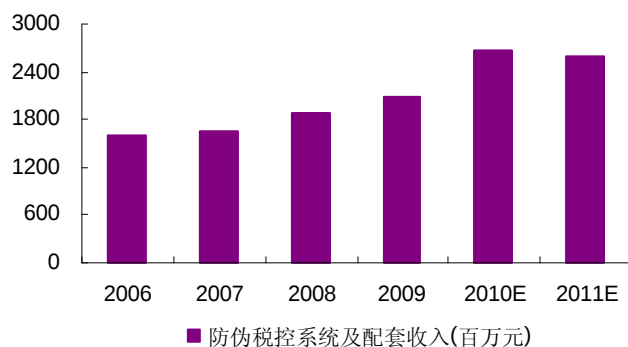
从历史上看，防伪税控系统每隔4-6年会有一次降价（幅度约为10%），上次降价出现在2006年，因此市场普遍预期今年会有降价。但是国税总局至今尚未发布降价公告，我们认为今年降价的概率不大。

图表 1：防伪税控系统新增用户迎来高峰期



资料来源：公司报告，光大证券研究所

图表 2：防伪税控系统收入将维持在高位



资料来源：公司报告，光大证券研究所

全国增值税改革仍在持续深入

增值税改革是国家调整经济结构、调整赋税结构、促进企业投资和消费的重要手段。增值税改革虽然扩大了一般纳税人队伍，但是中小企业的实际税负有所下降，符合国家扶持中小企业发展的一贯政策。

2009年1月1日以来，国家已经实施了扩大一般纳税人进项抵扣范围、降低小规模纳税人税率、降低一般纳税人收入标准等改革措施。未来可能实行的改革措施包括扩大增值税适用行业（将大部分服务业纳入增值税体系），进一步扩大一般纳税人进项抵扣范围（将更多的固定资产纳入抵扣），甚至将服务业企业的营业税改为增值税等。从长期看，营业税与增值税合并是大势所趋，而增值税成为覆盖所有行业、所有类型的企业也是大势所趋，这都将扩大防伪税控系统的用户群体。

图表 3：增值税转型改革的步骤和意义

实施时间	政策	目的和意义
2009 年 1 月	允许一般纳税人新购进设备抵扣增值税进项	鼓励企业进行固定资产投资，同时增强了一般纳税人身份的吸引力
2009 年 1 月	小规模纳税人增值税率降至 3%	降低了小规模纳税人的负担
2009 年 1 月	一般纳税人标准降低（工业收入 50 万，商业收入 80 万）	大大增加了一般纳税人群体，扩大了增值税税基；但是，由于购进设备可以抵扣增值税进项，一般纳税人的负担不一定高于小规模纳税人
2010 年 3 月	一般纳税人强制认定	2009 年达到一般纳税人标准的，必须转为一般纳税人，今后也不得转回
待定	增值税适用行业范围扩大	大部分服务业纳入增值税范围，增值税税基进一步扩大（尚未确定）
待定	增值税进项抵扣范围进一步扩大	更多资产纳入增值税进项抵扣，一般纳税人身份更有吸引力（尚未确定）
待定	营业税纳入增值税体系	营业税缩小或取消，服务业以缴纳增值税为主（尚未确定）

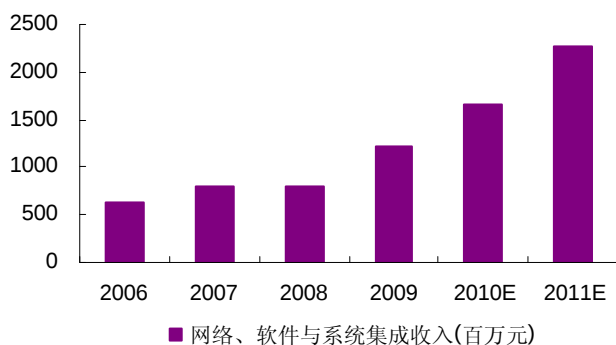
资料来源：国税总局，光大证券研究所

根据我们与税务专业人士的交流，国税系统正在积极探索增值税改革的下一步措施，今年下半年或明年拿出方案的概率较大。当然，要对增值税作出根本性的改革，需要立法方面的配合，可能还需要 1-2 年的时间征求各方面的意见。无论如何，“扩大税基、降低税率”的增值税改革基调没有改变，这就决定了防伪税控系统的需求在长期仍有较大空间。一旦国家公布具体的改革计划，市场就有可能作出积极的反应。

软件与系统集成业务前途远大

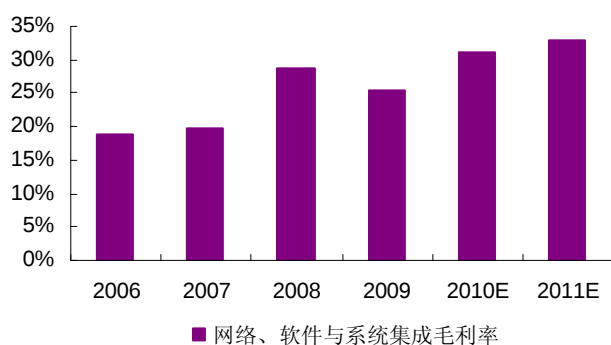
2006-2009 年，航天信息的软件与系统集成收入复合增速为 24%，其中 2009 年增长 53%。公司的软件与系统集成业务发展有两大主线：第一，通过开发管理软件、财税增值软件等，提高税控系统用户的附加值，实现财务、税务、管理一体化；第二，在收购华迪计算机之后，加强对政府、军队和大型国企的系统集成业务，并将系统集成和管理软件结合起来，提高用户黏性和整体毛利率。我们认为以上发展战略清晰、合理、有针对性，软件与系统集成将成为公司成长的火车头。

图表 4：软件与系统集成收入增速不减



资料来源：公司报告，光大证券研究所

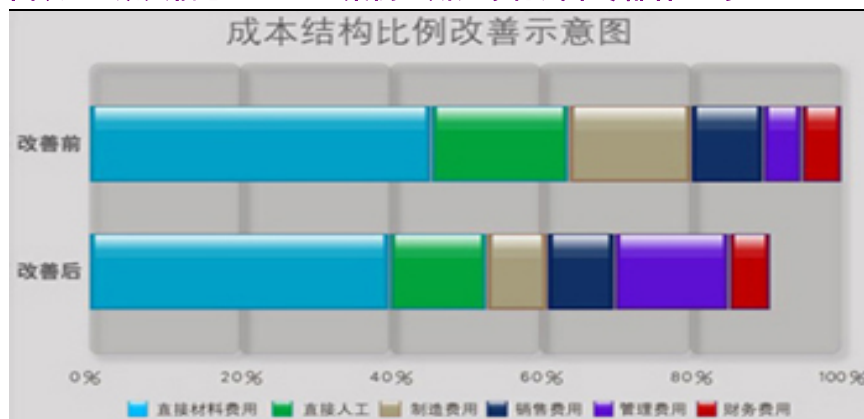
图表 5：软件与系统集成毛利率将维持较高水平



资料来源：公司报告，光大证券研究所

航天信息自主研发的管理软件于 2008 年推出，2009 年销量即超过 3 万套，取得收入 7000 多万元。目前公司已经推出面向中小企业的 Aisino A6 ERP 软件，包括财务、供应链、客户管理、生产制造和商业智能等模块，而且还在不断扩充之中。公司对 ERP 软件的定位是以“财税结合”为特色，以防伪税控系统的新增用户为客户群体，利用公司在税控系统领域的绝对优势实现跨越式发展。去年公司的防伪税控系统新增用户之中，约有 9% 购买了公司的 ERP 软件，这一数字还有攀升的趋势。从产品技术和实施效果看，航天信息 ERP 已经达到国内同类产品的先进水平，获得了多个业内权威奖项，并且涌现出了一大批成功案例。

图表 6：航天信息 A6 ERP 案例（浙江泰德汽车零部件公司）



资料来源：公司网站，光大证券研究所

除了管理软件之外，公司还大力发展针对中小企业的其他应用软件，例如票据通、企业财务分析系统、纳税申报软件等。这些软件与 ERP 一样，都以“财税结合”、为税控系统用户提供增值服务为设计理念，立足中小企业的实际需求，具备较大的市场空间。公司遍布全国的销售渠道是其企业应用软件迅速占领中小企业市场的有力保证。

在去年收购华迪计算机之后，航天信息的系统集成业务有了很大增强，尤其是针对政府、军队、大型国企等客户的服务能力有所提高。在公司自主研发的管理软件支持之下，公司的系统集成业务具备了向行业应用解决方案扩展的实力。此外，国资委于今年 5 月召开的第三次央企信息化工作会议上，明确提出“整合利用央企自身的信息化服务资源”，身为央企控股上市公司的航天信息有望在央企的信息化进程中扮演更重要的角色，其软件与系统集成业务是最大的潜在受益者。

综上所述，我们认为软件与系统集成将成为公司增长最快的领域，在中小企业和政府、央企的“双引擎”驱动下，未来三年的复合增速可达 35%。由于 ERP、财税增值软件等高毛利率产品的比重增加，软件与系统集成业务的毛利率将在 2009 年的基础上有 5-8 个百分点的提高。

资本运作预期有利于提升估值水平

今年以来，航天信息的最大跌幅达到 29%，目前的股价仍比年初低 23%；公司的股价只是略微跑赢沪深 300 指数，落后光大计算机行业指数约 15 个百分点。公司股价表现不佳，有一部分基本面原因，但是更大程度上市场面原因所致，而这些不利因素都已经基本释放完毕。

从基本面看，2010 年税控收款机受到了网络开票的冲击，我们预计公司今年的发货量只有 6 万台左右，远远低于此前市场预期的 10 万台。税控收款机业务遭遇挫折，引发了投资者对公司其他业务成长性的担忧；虽

然这种担忧没有合理基础，却仍然对公司股价造成了负面影响。

从市场面看，航天科技集团旗下的“小非”股东今年仍在持续抛售所持公司股份。由于监管要求，“小非”的减持行为主要发生在年报公布之后的第二季度，公司股价正是在此期间出现了较大跌幅。“小非”减持主要是为了获取现金，与公司基本面无关。根据我们的测算，减持倾向较强的“小非”（包括运载火箭研究院、航天科技第五研究院等）所持公司股权已经降低到 3% 以下，后续减持的影响将不断缩小。

航天科工集团的“十二五”规划初稿提出“大力发展航天防务、信息技术和装备制造三大业务板块”，航天信息很可能成为其中的信息技术业务平台。根据公开信息，航天科工集团旗下的信息技术业务包括卫星、通信、雷达、智能交通、计算机软硬件等，横跨军用和民用两大领域，在深度和广度方面都令人印象深刻；以上业务目前分散在许多研究院和公司之中，逐渐整合乃是大势所趋。我们认为，航天科工集团利用资本运作手段做大做强公司已成定局。虽然还无法确定具体的业务和运作方式，但是与军民信息化有关的集团业务都可能成为整合对象。

图表 7：航天科工集团旗下部分信息技术单位

单位名称	主要产品
航天科工信息技术研究院	小卫星、卫星通信、卫星导航、智能交通系统等
中国航天科工集团二院 706 研究所	计算机硬件、计算机处理器、系统软件、信息安全、计算机仿真技术
北京航天测控技术开发公司	高端国产化基础测量产品，虚拟仪器测试开发环境
北京无线电测量研究所	气象雷达等雷达产品线，高空气象探测系统，对流层风廓线仪
北京航天科工世纪卫星科技有限公司	卫星移动通信系统，珠穆朗玛峰卫星通信系统，车载卫星通信天线
重庆航天新世纪卫星应用技术有限公司	多媒体宽带卫星通信系统，快速定位定向系统，

资料来源：光大证券研究所

2009 年，公司控股华迪计算机，大大加强了系统集成方面的实力，也拉开了资本运作的序幕。去年年底上任的公司董事长刘振南曾在航天科工集团担任发展计划部部长、正局级巡视员，对集团业务有深刻的了解。航天科工集团和公司自身的“十二五”规划将于下半年成型，届时很可能提出具体的整合方案和时间表，公司的估值水平有望得到有较大的提升。尤其是军工业务的注入，虽然在短期内不太可能对业绩产生实质性影响，但是对市场认同度和投资者信心有显著的促进作用。

盈利预测

在一般纳税人降标和增值税持续改革的推动下，我们预计今年航天信息的防伪税控系统新增用户为 48 万户，2011-2012 年也将维持在 40 万户以上；2010 年防伪税控系统收入将增长约 30%，此后两年将略有下滑，而毛利率将基本保持稳定。税控收款机业务在今年不会有大的增长，此后两年只能实现 20% 的复合增速，而且其毛利率将有较大幅度的下跌。这是由于国家政策的扶持力度不同导致的。

由于今年和明年是 PC 销售的大年，我们认为公司的渠道销售收入将实现 20% 以上的增长，而毛利率将从去年的低点略有恢复。网络、软件与系

统集成将成为公司成长的火车头，在管理软件和系统集成双重推动下，未来三年收入复合增速可达 35%，而毛利率则将有较大的提升。

在其他方面，公司近期大力发展财税相关培训业务，虽然基数较低，但是市场空间广阔、毛利率较高，可能在 3-5 年内成为公司的主要业务之一。公司的 IC 卡业务增长也很迅速，毛利率将不断提升。

图表 8：航天信息主营业务收入及费用预测（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
计算机产品、商品销售	3,769	4,599	5,518	6,346
毛利率	2.1%	2.3%	2.4%	2.4%
防伪税控系统及配套设备	2,075	2,681	2,598	2,675
毛利率	52.8%	51.5%	51.0%	51.0%
税控收款机	174	190	242	283
毛利率	58.0%	53.5%	51.5%	50.6%
网络、软件与系统集成	1,224	1,667	2,259	3,004
毛利率	25.6%	31.0%	33.0%	35.0%
其他	185	217	267	336
毛利率	36.2%	33.0%	34.0%	34.0%
IC 卡	29	35	45	60
毛利率	6.8%	20.0%	22.0%	25.0%
总收入	7,457	9,389	10,928	12,704
综合毛利率	20.87%	22.18%	21.08%	21.23%

资料来源：光大证券研究所

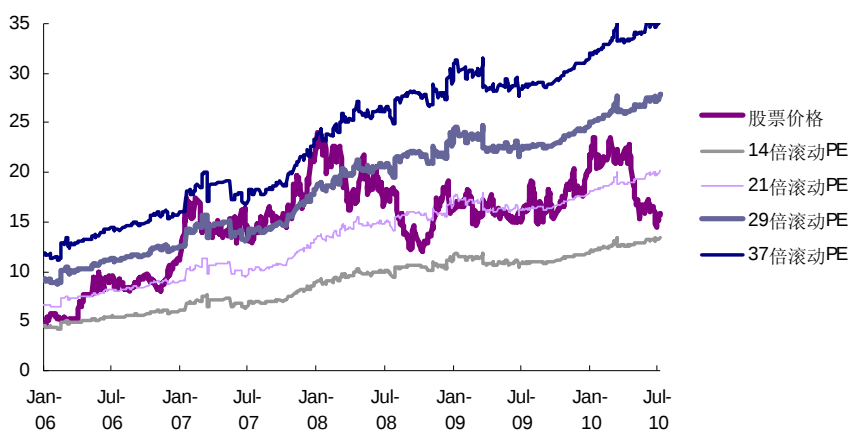
综上所述，我们预计 2010-2012 年公司的销售收入复合增速为 19.4%，而毛利率在 2010 年达到高峰之后，将保持在比 2009 年略高的水平。作为国有控股企业，公司在历史上一保持着较强的费用控制，我们认为其销售和管理费率将随着收入的扩大而略有降低。我们对公司 2010-2012 年 EPS 的预测为 0.85 元，0.93 元和 1.10 元。

维持“买入”，目标价位 19.6 元

2006 年以来，公司的远期 P/E（以一致预期为基准）的波动区间为 15-37 倍，在 2008 年熊市中的最低估值为 16 倍，而目前按照一致预期计算的 2010 年 P/E 只有 18 倍，略高于上一次熊市的最低水平。

虽然最近计算机板块出现了调整，但是大部分公司的 2010 年 P/E 仍在 30 倍以上，很少有 20 倍 P/E 以下的企业。由于公司账面上的现金较多、基本无金融负债，2010 年 EV/EBITDA 只有 13 倍，在计算机板块内绝无仅有。无论与自身历史对比还是与行业均值对比，公司的估值都严重偏低。由于市场面的不利因素已经逐渐释放，而公司的中期及全年业绩将实现 30% 左右的增长，公司的估值有恢复的动力。

图表 9：航天信息历史一致预期 P/E 区间



资料来源：朝阳永续，光大证券研究所

我们认为公司未来 3-6 个月的合理估值为 23 倍 2010 年 P/E，略低于历史中值，与 2009 年下半年的估值水平相仿，折合 EV/EBITDA 为 16 倍。这一估值对应的股价为 19.60 元，维持“买入”评级。

从历史表现看，在 2008 年的大熊市中，航天信息均有较好的表现，远远跑赢沪深 300 和行业指数，是一个难得的“避风港”。这是由公司的大型国企及行业垄断属性决定的。光大策略部认为，未来 3 个月市场仍将维持弱市振荡的格局，阶段性反转难以出现，政策面和资金面都比较紧张。在这种情况下，我们建议投资者增加对航天信息的配置，在回避市场风险的同时，可以通过估值水平的修复而获得绝对收益。

风险分析

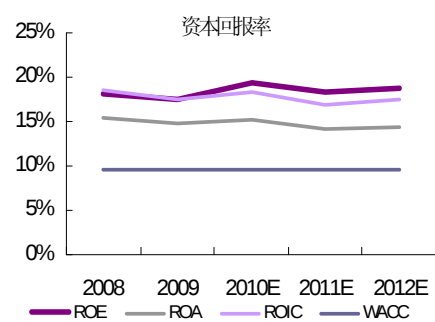
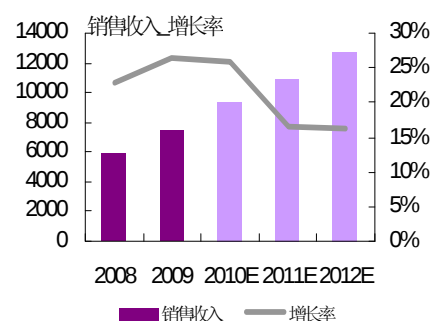
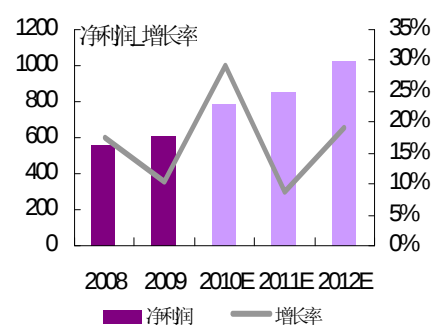
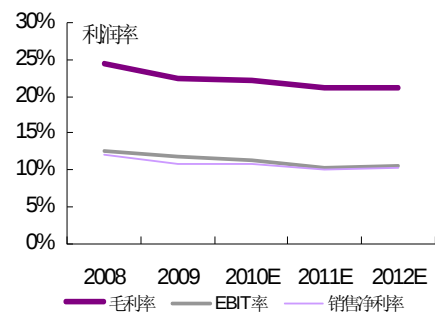
航天信息的主要产品——防伪税控系统及相关增值软件，是国税总局规定的垄断产品，受到国家政策的影响较大。虽然我们认为未来 2-3 年的政策走势有利于增强公司业绩，但是不可能作出绝对准确的预测；如果政策出现相反的变化，公司将受到相应的影响。

软件与系统集成业务是公司大力发展的新核心业务，但是公司在历史上以为政府、公安部门提供专业软件服务为主，对中小企业、国企等客户的开拓时间不足，能否在短期内取得突破还不确定。

我们认为航天科工集团主导的并购重组是公司估值提升的一大动力，但是这可能需要漫长的过程，而且并购标的和方式都不确定。因此，公司的估值水平可能会受此影响，出现较大幅度的波动。

“小非”股东的大幅度减持已经接近尾声，但是有抛售倾向的“小非”仍然握有约 3% 的股份，若选择在一段时间集中抛售，可能对股价造成严重的影响，使公司估值严重偏离合理水平。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	5,931	7,491	9,432	10,979	12,762
营业成本	4,477	5,808	7,340	8,665	10,053
折旧和摊销	51	55	46	49	52
营业税费	65	79	99	121	140
销售费用	197	207	255	296	338
管理费用	439	515	632	730	849
财务费用	-25	-28	-30	-37	-39
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	35	47	40	50	55
营业利润	786	929	1,148	1,230	1,456
利润总额	815	960	1,208	1,301	1,539
少数股东损益	170	207	244	255	295
归属母公司净利润	553.45	610.49	788.85	857.51	1,020.90

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,696	5,549	6,836	7,855	9,207
流动资产	3,706	4,488	5,868	6,831	8,129
货币资金	2,571	3,241	4,291	4,995	6,008
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	288	391	422	491	577
应收票据	16	83	94	110	128
其他应收款	96	103	96	98	99
存货	537	488	734	866	1,005
可供出售投资	37	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	60	73	77	82	87
固定资产	519	698	756	796	835
无形资产	91	95	91	86	82
总负债	1,189	1,459	1,908	2,063	2,365
无息负债	1,187	1,459	1,774	2,056	2,365
有息负债	2	0	135	7	0
股东权益	3,507	4,089	4,928	5,793	6,842
股本	616	923	923	923	923
公积金	808	506	661	828	1,025
未分配利润	1,641	2,048	2,488	2,931	3,488
少数股东权益	441	611	855	1,110	1,405

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	665	916	1,061	1,137	1,340
净利润	553	610	789	858	1,021
折旧摊销	51	55	46	49	52
净营运资金增加	570	560	911	691	800
其他	-510	-310	-685	-461	-533
投资活动产生现金流	-51	9	6	-105	-106
净资本支出	-97	-110	100	100	100
长期投资变化	60	73	-4	-5	-6
其他资产变化	-13	46	-90	-200	-200
融资活动现金流	-246	-290	-16	-328	-222
股本变化	308	308	0	0	0
债务净变化	-26	-2	135	-128	-7
无息负债变化	-16	272	314	282	309
净现金流	368	635	1,051	704	1,013

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	22.93%	26.31%	25.90%	16.40%	16.25%
净利润增长率	17.57%	10.31%	29.22%	8.70%	19.05%
EBITDA 增长率	27.46%	16.85%	23.59%	6.08%	18.65%
EBIT 增长率	24.64%	17.44%	26.26%	6.04%	19.15%
估值指标					
PE	26	24	18	17	14
PB	5	4	4	3	3
EV/EBITDA	13	16	13	12	10
EV/EBIT	13	17	14	13	10
EV/NOPLAT	15	20	16	15	12
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	3	4	3	3	2
盈利能力 (%)					
毛利率	24.52%	22.47%	22.18%	21.08%	21.23%
EBITDA 率	13.52%	12.51%	11.91%	10.86%	11.08%
EBIT 率	12.66%	11.77%	11.43%	10.41%	10.67%
税前净利润率	13.74%	12.81%	12.81%	11.85%	12.06%
税后净利润率 (归属母公司)	9.33%	8.15%	8.36%	7.81%	8.00%
ROA	15.41%	14.73%	15.11%	14.16%	14.29%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.05%	17.56%	19.37%	18.31%	18.78%
经营性 ROIC	18.56%	17.56%	18.28%	16.88%	17.55%
偿债能力					
流动比率	3.22	3.18	3.18	3.43	3.57
速动比率	275.65%	283.65%	278.16%	299.83%	312.51%
归属母公司权益/有息债务	1532.70	-	30.27	697.53	-
有形资产/有息债务	2271.36	-	49.97	1154.06	-
每股指标 (按最新预测年度股本计)					
EPS	0.60	0.66	0.85	0.93	1.11
每股红利	0.18	0.21	0.27	0.29	0.34
每股经营现金流	0.72	0.99	1.15	1.23	1.45
每股自由现金流 (FCFF)	0.23	0.35	-0.03	0.27	0.35
每股净资产	3.32	3.77	4.41	5.07	5.89
每股销售收入	6.42	8.11	10.21	11.89	13.82

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信运营及通信设备行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

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、竞争性因素以及光大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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题 QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。