

航天信息 (600271)

公司研究/跟踪报告

增值税扩围启动在即，软件转型进展顺利

—航天信息 (600271) 跟踪研究报告

民生精品---跟踪报告/计算机应用行业

2011年07月20日

报告摘要:

● 增值税扩围启动在即，为公司带来新的机遇

公司将是税制改革的最大受益者。历次增值税改革都给公司带来了新的发展机遇，现在推行的营业税并入增值税的试点也将为公司的防伪税控业务注入新的活力。公司一直从事增值税的相关系统开发，积累了丰富的业务经验和地方人脉关系，而且已经提前准备，能拿出全线解决方案，我们认为公司是此次税制改革的最大受益者。我们测算表明，考虑生产性服务业并入，全部增值税纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 7.4%；才增值税的扩围将为公司带来新的发展机遇。

● 汉字防伪技术延伸增值税控业务

增值税防伪税控系统汉字防伪技术是在不改变现有防伪税控系统密码体系前提下，实现对发票汉字的防伪加密。有基于此，公司可以凭借汉字防伪掌握某些行业（如稀土企业、成品油企业等）的经营状况。在我国目前以票控税的背景下，票据流转背后隐含的是企业经营流通的重要信息，由此可能实现对企业经营和宏观经济形势的判断。

● 受益于行业趋势性向好，预计软件业务增长较快

公司 2010 年软件与系统集成业务增长 54%，且毛利率也在上升，说明公司业务转型已经初见成效。今年公司拟将启动北京软件基地选址工作，软件已经成为公司未来转型的重要发展方向之一。预计未来此项业务将保持 30%-50% 增速。

● 随着社会治安要求提高，金盾业务市场空间较大

根据公安行业的特点，航天金盾自主研发了“公安信息应用开发平台”、“社会信息采集平台”、“无线警务应用平台”等一系列拥有自主知识产权的应用软件及高科技产品，为公安进行高效业务办公及信息综合应用提供了强有力的技术支撑。鉴于社会治安与社会稳定的要求，预计金盾业务未来市场空间极大。位于行业首位的公司将是政府投入增加的首要受益者。

● 重申“强烈推荐”评级

我们暂时维持此前盈利预测。预计公司 2011-2013 年收入分别为 115、142、181 亿元，增速分别为 21.7%、23.6%、27.4%；2011-2013 年归属于母公司净利润预计分别为 10.99、13.51、18.28 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 1.19、1.46、1.98 元，相应的增速分别为 21%、23%、35.4%。重申“强烈推荐”评级。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	9451	11505	14225	18126
增长率 (%)	26.2%	21.7%	23.6%	27.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	908	1099	1351	1828
增长率 (%)	48.7%	21.2%	23.0%	35.4%
每股收益 (元)	0.98	1.19	1.46	1.98
PE	27.7	22.9	18.6	13.8

资料来源：民生证券研究所

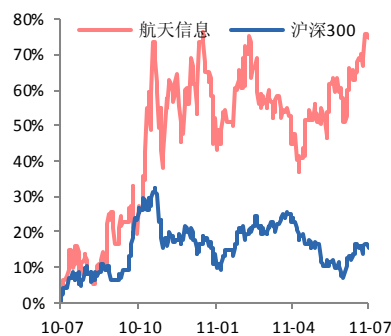
强烈推荐

维持评级

交易数据 (2011-07-20)

收盘价 (元)	27.23
近 12 个月最高/最低	27.93/14.7
总股本 (百万股)	923.4
流通股本 (百万股)	923.4
流通股比例%	100
总市值 (亿元)	251.44
流通市值 (亿元)	251.44

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：尹沿技

执业证书编号：S0100511050001

电话：(8621)68885156

Email: yinyanji@mszq.com

分析师：卢婷

执业证书编号：S0100511010007

电话：(8610)85127655

Email: luting@mszq.com

分析师：李晶

执业证书编号：S0100511070003

电话：(8621)68885157

Email: lijing_yjs@mszq.com

相关研究

1. 《税控业务稳定增长，业务转型打开估值空间》2011.01.05

目录

一、航信：增值税扩围的最大受益者，软件转型逻辑初步验证	3
二、增值税扩围启动在即，为公司带来新的机遇.....	3
三、汉字防伪技术延伸增值税控业务	9
四、受益于行业趋势性向好，预计软件业务增长较快.....	9
五、粮食物流监控系统建设具有先发优势	10
六、随着社会治安要求提高，金盾业务市场空间较大.....	10
七、资产注入预期日益明确	11
八、盈利预测与估值.....	12
九、风险提示	12

一、航信：增值税扩围的最大受益者，软件转型逻辑初步验证

我们对航信的投资逻辑和看法并未发生改变，即航信是不确定的宏观经济背景下较为确定的投资标的。在此，我们对航信的更新认识如下：

1、增值税扩围在即，为公司带来新的机遇。公司将是税制改革的最大受益者。历次增值税改革都给公司带来了新的发展机遇，现在推行的营业税并入增值税的试点也将为公司的防伪税控业务注入新的活力。公司一直从事增值税的相关系统开发，积累了丰富的业务经验和地方人脉关系，而且已经提前准备，能拿出全线解决方案，我们认为公司是此次税制改革的最大受益者。我们测算表明，考虑生产性服务业并入，全部增值税纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 7.4%；考虑全部服务业并入，全部增值税纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 9%。增值税的扩围将为公司带来新的发展机遇。

2、向软件企业的转型顺利。收入结构调整显现出公司转向软件与系统集成业务的战略。公司 2010 年软件与系统集成业务增长 54%，且毛利率也在上升，说明公司业务转型已经初见成效。今年公司拟将启动北京软件基地选址工作，软件已经成为公司未来转型的重要发展方向之一。预计未来此项业务将保持 30%-50%增速。

3、资产注入预期明确。公司是航天科工集团底下唯一一个信息技术平台，资产注入预期较为明确。航天科工集团致力打造信息技术、装备制造、航天防务三大平台，装备板块主要由航天晨光、航天长峰、航天科技这 3 家上市公司来承担；信息技术主要以航天信息为平台。根据航天科工集团军民融合的发展思路，集团旗下分散的信息化资产在十二五期间注入公司的预期较为明确。从业务范围上来看，航天科工信息技术研究院具有注入可能。

二、增值税扩围启动在即，为公司带来新的机遇

财政部部长谢旭人近期的讲话表明在个税改革暂告一段落之后，增值税扩围有望启动。7 月 9 日，谢部长在北京主持召开地方财政厅(局)负责同志工作座谈会时指出，上半年财政收入增长较快，各项重点支出得到较好保障。提高个人所得税工薪所得减除费用标准、调整增值税和营业税征收范围、继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策等会减少一些收入，全年财政收入增幅将呈前高后低走势。早在去年年底的中央经济工作会议上，增值税扩围就已经被列入今年工作重点。

表 1：财政部部长谢旭人今年以来关于增值税扩围的主要讲话

时间	会议	讲话内容
2010.3.6	十一届全国人大三次会议记者会	继续落实好结构性减税政策，引导企业投资和居民消费。要巩固完善增值税转型改革以及成品油税费改革的成果。对部分小型微利企业实施所得税优惠政策
2010.12.29	全国财政工作会议	指出了增值税改革的必要性，强调“改革完善税收制度，扩大增值税征收范围，相应调减营业税等税收，合理调整消费税范围和税率结构”
2011.3.20	中国发展高层论坛 2011 年会	今年我国将在一些生产性服务业领域推进增值税改革试点，相应调减营业税，从制度上逐步解决货物与劳务税收政策不统一的问题。完善消费税制度，将部分容易产生环境污染、大量消耗资源的产品以及部分高档消费品纳入消费税的

征收范围

2011.7.8	地方财政厅（局）负责同志工作座 谈会	调整增值税和营业税征收范围、继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策等
----------	-----------------------	-------------------------------------

资料来源：公开资料，民生证券研究所

增值税扩围首先在生产性服务业中试点，随后有可能扩展到整个服务业。目前，第三产业普遍都在营业税征税范围内，包括交通运输、建筑安装、金融保险、邮电通信、娱乐业等。因为增值税全国平均税负是7%，但有固定资产进项扣除，所以实际全国平均税负是3%，但营业税基本税率是5%，再加上购进税，实际税负高于增值税，因此营业税改革势在必行。**交通运输、建筑安装等行业与生产密切相关，最有可能率先试点。**

表 2：营业税基本税率是 5%，实际税负要高于增值税

服务业	营业税税率
交通运输业	3%
建筑业	3%
金融保险业	5%
邮电通信业	3%
文化体育业	3%
娱乐业	5-20%
服务业	5%
转让无形资产	5%
销售不动产	5%

资料来源：公开资料，民生证券研究所

公司将是税制改革的最大受益者。历次增值税改革都给公司带来了新的发展机遇，现在推行的营业税并入增值税的试点也将为公司的防伪税控业务注入新的活力。公司一直从事增值税的相关系统开发，积累了丰富的业务经验和地方人脉关系，而且已经提前准备，能拿出全线解决方案，我们认为公司是此次税制改革的最大受益者。

税制改革需要经历一个长期的过程。回顾第一次增值税转型，从 2004 年开始在东北三省试点，到 2009 年正式实施，再到如今基本完成从而准备进行第二次转型，历经了近 8 年的时间。此次营业税的改革，还将涉及到合并方式、国税与地税利益分配、跨地域抵扣等诸多问题，我们预计此次改革将历经更长的时间，初步假设到 2020 年可以全部完成。

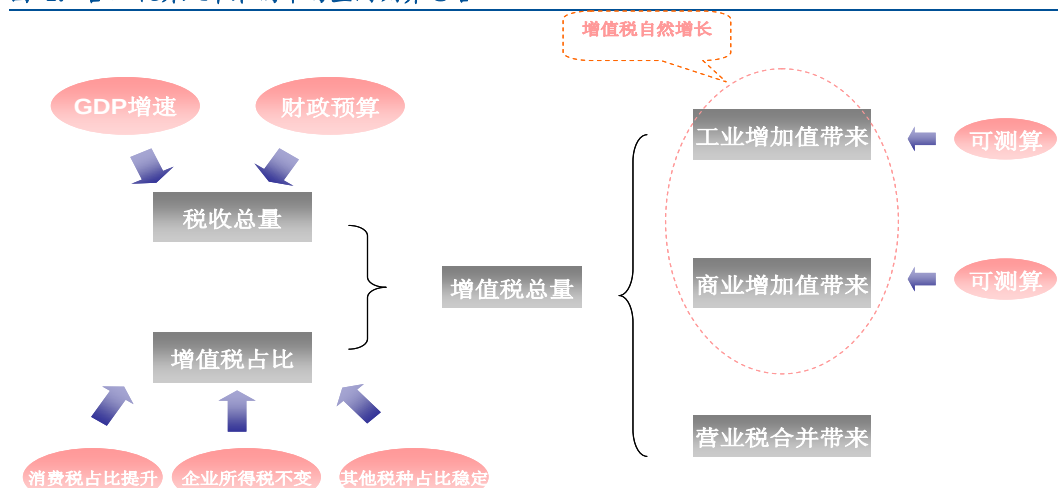
出于谨慎性考虑，我们先考虑生产性服务业营业税并入，带来的市场空间测算思路如下：

1) 通过测算 2020 年的税收总量以及增值税的占比，得到增值税的总量。由于增值税的总量来源于两部分：增值税的自然增长以及营业税并入带来的纳税额，同时增值税的自然增长可以通过测算工业增加值以及商业增加值的增长得出，从而可以得到营业税并入带来的增量。

2) 从纳税额比例推导出纳税人的数量: 即通过工业企业及零售批发企业的数量增长来模拟一般纳税人数量的自然增长, 通过生产性服务业法人数量模拟营业税并入带来的纳税人增长, 然后通过两部分税额的比例得到全部纳税人数量的增速。

我们预计目前增值税纳税人的自然增长率为 5%, 考虑生产性服务业并入, 全部增值税纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 7.4%; 考虑全部服务业并入, 全部增值税纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 9%。

图 1: 营业税并入带来的市场空间测算思路

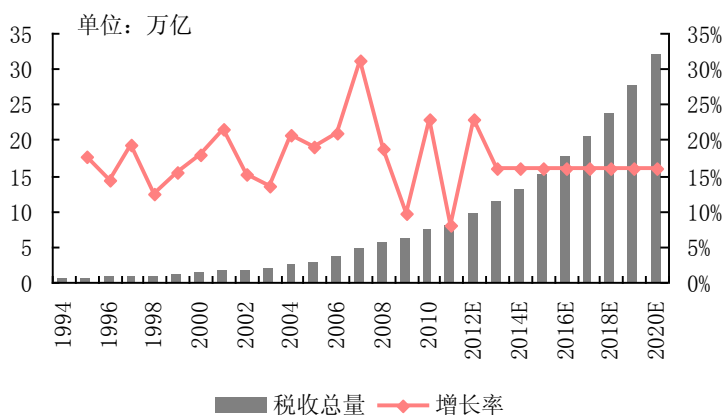


资料来源: 民生证券研究所

(一) 税收总量测算

税收总量测算: 财政部每年的年初会制定财政收入和财政支出的预算, 国家的收支结构要保持在一个相对稳定合理的水平。因此我们认为税制改革对税收总量的影响不大, 税收总量主要取决于 GDP 的增速以及国家财政支出的计划, 因此我们根据财政预算以及宏观的判断, 预测未来 10 年税收总量的复合增长率为 16%, 2020 年达到 31.88 万亿。

图 2: 预测未来 10 年税收总量的复合增长率为 16%，2020 年达到 31.88 万亿

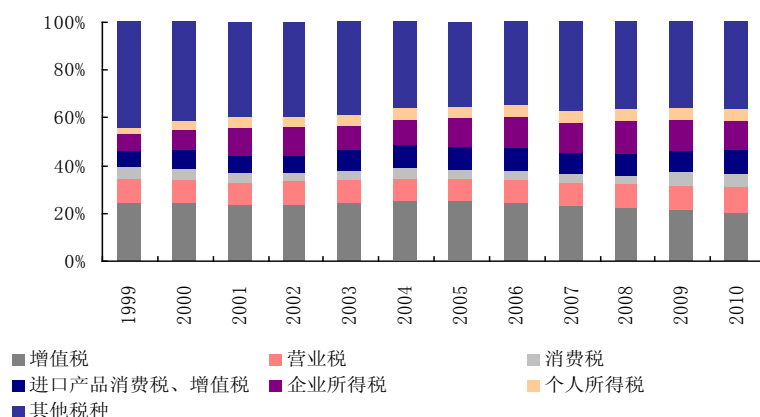


资料来源: CEIC, 民生证券研究所

(二) 增值税占比测算

税制改革首先从生产性服务业开始试点, 我们认为改革完成后生产性服务将取消营业税, 统一征收增值税。我国政府在《国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》中将生产性服务业分为交通运输业、现代物流业、金融服务业、信息服务业和商务服务业。我们认为税制改革中提及的生产性服务业 还应包括建筑业。目前生产性服务业营业税纳税额占全部营业税的比重为 54.7%, 其他服务业的营业税纳税比重仅为 45.3%。

图 3: 各类税种占比相对稳定



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

2020 年各类税种占比预测:

- **其他服务业缴纳的营业税:** 2010 年营业税占比为 15.2%, 随着第三产业在 GDP 中比重加大, 我们预计 2020 占比达到 16%。除生产性服务业以为的服务业占比约为 45.3%, 因此他们缴纳的营业税比重约为 $16\% \times 45.3\% = 7.2\%$ 。
- **消费税、进口消费增值税:** 随着国家扩大内需的政策产生成效, 以及人们生活水平提高, 我们预计未来十年消费税以及进口消费增值税的占比将略有提高: 预计消费税占比 9%; 进口消费增值税占比 15%。
- **企业所得税:** 由于营业税是价内税, 取消后会导致企业净利润增加, 但是我们认为市场竞争会导致企业让渡这部分利润, 因此我们假定对企业所得税不产生影响, 占比为 18%。
- 其余税种的占比已经相对稳定, 预计未来不会产生很大变化。
- 因此通过其他税种的占比可以推算 2020 年生产性服务业营业税并入后增值税占比将达到 35%。

表 3: 2020 年各类税种占比预测, 改革后增值税占比达到 35%

	营业税	消费税	进口产品消费 税、增值税	企业所得税	个人所得税	出口退税	其他税种	增值税
2010	15.2%	8%	14%	18%	6.6%	-10.0%	19.2%	28.8%

	其他服务 业营业税	消费 费	进口产品消费 税、增值税	企业所得 税	个人所得 税	出口退 税	其他税种	改革后增值税
2020E	7.2%	9%	15%	18%	6.6%	-10.0%	19.2%	35.0%

资料来源：CEIC，民生证券研究所

通过税收总量以及增值税占比测算增值税的总量为 11.15 万亿：

- $31.88 \times 35\% = 11.15$ （万亿）.....A

（三）自然增长的增值税税额测算

增值税的税基主要来源于工业增加值和商业的增加值，因此工业增加值和商业增加值的增长构成了增值税的自然增长。2010 年国家公布的工业增加值为 16 万亿，商业增加值约为 3.4 万亿。

预计未来十年工业增加值和商业增加值将稳定增长。鉴于十二五期间国家调整经济结构以及扩大内需，我们预计未来商业增加值的增长率要快于工业增加值。根据宏观的预测，未来十年工业增加值的复合增长率约为 15%，参考社会商品零售总额增速，我们预计商业增加值未来十年的复合增长率约为 18%。我们预计 2020 年工业增加值和商业增加值总和约为 83.15 万亿，带来自然增长的增值税税额。

由于工业企业一般规模较大，批发零售企业主要涉及烟草、煤炭、石油、汽车批发等规模也比较大，而且小规模纳税人纳税额占比较小，因此税率我们都按 17% 考虑。

表 4：2020 自然增长的增值税税额测算

类别	金额（万亿）	计算过程
税收总量	31.88	B
工业增加值+商业增加值	83.15	C
实际缴纳增值税	12.08	$D = C / 1.17 \times 0.17$
出口退税	3.19	$E = B \times 10\%$
扣除退税后增值税自然增长	8.89	$F = D - E$

资料来源：华通人，民生证券研究所

（四）生产性服务业营业税并入带来的增量测算

根据前文的测算，增值税的总量为 11.15 万亿，由工业增加值和商业增加值带来的增值税收入约为 8.89 万亿，即不考虑税制改革的增值税自然增长所达到的规模，占增值税总量的 79.7%。二者的差额 2.26 亿可以理解为由生产性服务业营业税并入带来的增量，占增值税总额的 20.3%。

- 生产性服务业营业税并入带来的增量 $G = A - F = 2.26$ （万亿）

（五）根据纳税额占比测算纳税人的数量

一般纳税人的自然增长率可以考察工业企业数量与批发零售企业的数量之和的增速，1999-2010 年复合增长率达到 11.9%。工业企业数量包括全部国有及年销售收入 500 万元

及以上非国有工业企业的个数，因此可以认为全部都是一般纳税人。这里的统计忽略了年收入 50-500 万的一般纳税人，考虑到工业企业规模一般较大，因此我们假定这部分纳税人数量很少。由于商业流通领域还包括数量众多的小规模的纳税人，商业模式灵活，增长速度较快，因此我们认为一般纳税人的增速要更低一些。

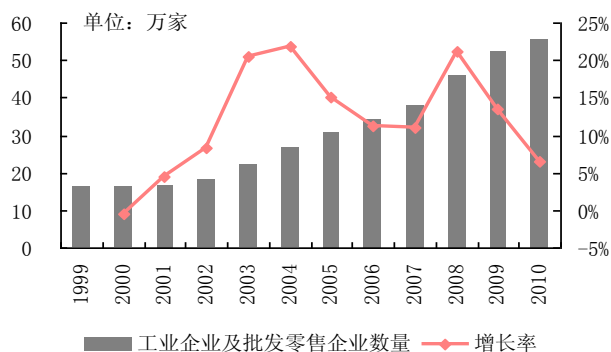
考虑到十二五期间是深化改革开放、加快转变经济发展方式的攻坚时期，指导思想是促进经济长期平稳较快发展，因此我们认为未来十年增值税纳税人的自然增长率要低于前十年，5%左右的复合增长率较为合理。

营业税并入带来的纳税人增长可以考察生产性服务业法人数的增速，2004-2009 年的复合增长率达到 15%。由于未来生产性服务业税赋减轻之后会加快发展，因此我们预计未来十年 17% 的复合增长率较为合理。

通过两部分税额的占比测算全部纳税人的增长率：

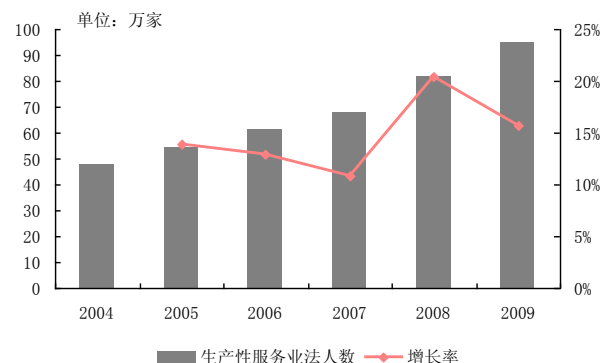
- 根据前文测算，增值税自然增长所达到的规模，占增值税总量的 79.7%；由生产性服务业营业税并入带来的增量，占增值税总额的 20.3%。
- 全部纳税人增长率： $5\% \times 79.7\% + 17\% \times 20.3\% = 7.4\%$

图 4：工业企业数量与批发零售企业的数量之和，1999-2010 年 CAGR 达到 11.9%



资料来源：华通人、民生证券研究所

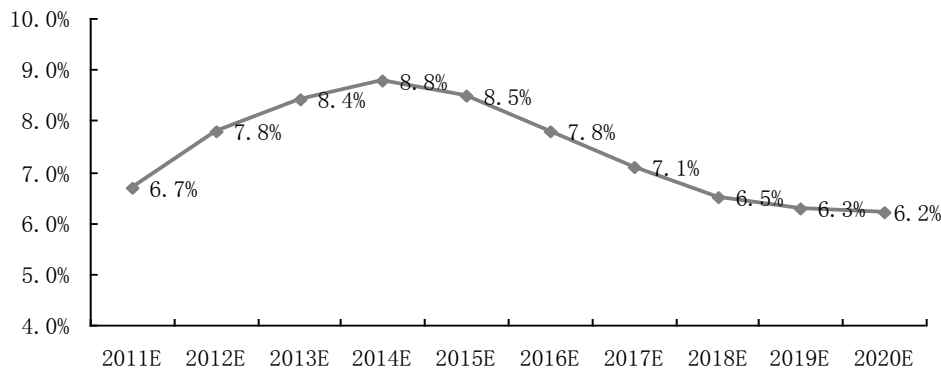
图 5：生产性服务业法人数 2004-2009 年的 CAGR 达到 15%



资料来源：第三产业年鉴、民生证券研究所

（六）根据纳税人增速平滑到各个年度

根据前文测算，全部纳税人 2010-2020 年的复合增长率为 7.4%，考虑到 2011-2012 年还在试点阶段，增速较慢；预计 2012 年开始全面推广，增速将逐年提升；后期由于基数较大且众多企业完成改革，预计增速将重新回落。

图 6：2020 年营业税并入带来的增值税增量的测算过程


资料来源：民生证券研究所

我们的测算过程只将生产性服务业的营业税并入增值税。如果将整个服务业的营业税都并入增值税，那么带来的增量占全部增值税额的比重约为 34%，全部纳税人未来十年的复合增长率约为 9%。

三、汉字防伪技术延伸增值税控业务

增值税防伪税控系统汉字防伪技术是在不改变现有防伪税控系统密码体系前提下，采用数字密码和二维码技术，利用存储更多信息量的二维码替代原来的 84 位和 108 位字符密文，在加密发票七要素信息的基础上实现了对购买方企业名称、销售方企业名称、货物名称、单位和数量等信息的加密、报税采集和解密认证功能。汉字防伪项目试运行以后，增值税专用发票将同时存在二维码、84 位字符和 108 位字符三种密文形式。国税总局于今年 4 月选择上海、陕西和深圳三地从事黄金经销、成品油经销以及享受增值税税收优惠政策并使用防伪税控开票系统的增值税一般纳税人中进行试点。

有基于此，公司可以凭借汉字防伪掌握某些行业（如稀土企业、成品油企业等）的经营状况。在我国目前以票控税的背景下，票据流转背后隐含的是企业经营流通的重要信息，由此可能实现对企业经营和宏观经济形势的判断。

四、受益于行业趋势性向好，预计软件业务增长较快

收入结构调整显现出公司转向软件与系统集成业务的战略。公司 2010 年软件与系统集成业务增长 54%，且毛利率也在上升，说明公司业务转型已经初见成效。今年公司拟将启动北京软件基地选址工作，软件已经成为公司未来转型的重要发展方向之一。预计未来此项业务将保持 30%-50% 增速。

（1）受益于 ERP 行业趋势性向好，借助在税务领域信息化的长期经验，公司在税控相关软件、系统方面具有独占优势。随着税控业务规模的不断扩大，对税控软件的需求也随之增加。（2）包含税务模块的财税一体化软件有较大市场拓展空间。公司从 07 年开始

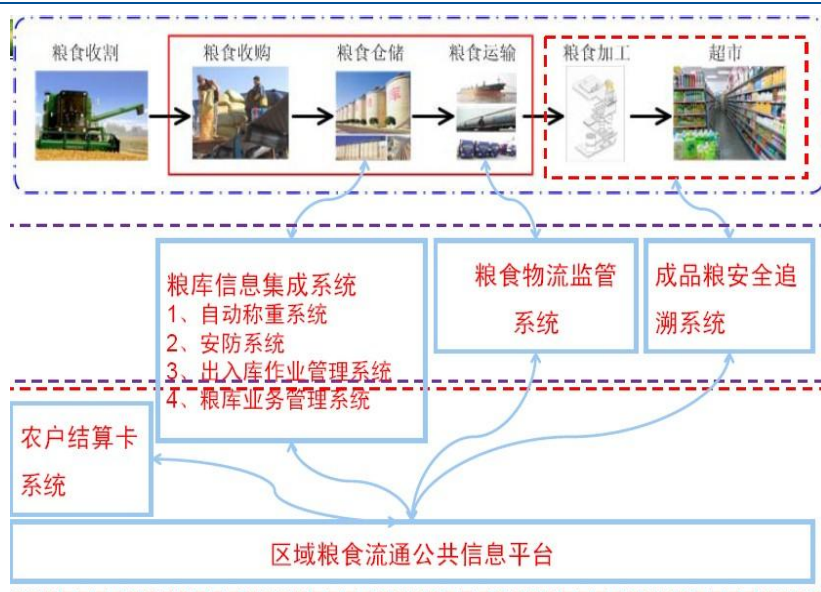
涉入 ERP 软件领域，至今已经形成一定规模优势。一方面公司开发的 ERP 软件能够集成财务与税务，与其他 ERP 软件公司相比具有独特优势；另一方面，借助公司的渠道与服务优势，以及现有税控系统的存量客户规模，公司未来 ERP 软件销售空间较大。目前公司 ERP 软件已经拥有将近 10 万家客户。（3）借助华迪软件，拓展电子政务和系统集成业务。华迪在电子政务和军区信息化市场已有一定案例和经验，未来公司在这两个方面都将有所作为。

五、粮食物流监控系统建设具有先发优势

公司的粮食物流信息化系统实现了从生产、收购、储存、加工、运输配送到销售的完整“产业链”的信息化（包括农户卡、RFID 标签，运输车定位，粮仓管理人员掌上监控系统等等），并且基于一个统一的区域公共平台，形成一个上联政府部门，下联粮库、粮食交易市场、粮食购销企业和农户的物流信息网络。目前一个省一个粮仓信息化建设平均需要 1000 万左右。

公司积极参与基于 RFID 的区域粮食物流信息化的试点工程建设，未来将根据政策逐步进入市场推广期。公司经过 3 年的研发，在粮食流通各个环节，应用 RFID 等物联网技术，提出了粮食流通信息化整体解决方案，并已经在江苏常州、内蒙巴彦淖尔、河南郑州等地得到成功应用，效果得到了用户的高度认可。由于公司有一整套系统集成能力，以及示范工程建设，因此具有先发优势。

图 7：粮食物流系统



资料来源：公司资料，民生证券研究所

六、随着社会治安要求提高，金盾业务市场空间较大

“金盾”工程实质上就是公安通信网络与计算机信息系统建设工程。它是利用现代化信息通信技术，增强公安机关快速反应、协同作战的能力；提高公安机关的工作效率和

侦察破案水平，适应新形势下社会治安的动态管理。目的是实现以全国犯罪信息中心（CCIC）为核心，以各项公安业务应用为基础的信息共享和综合利用，为各项公安工作提供强有力的信息支持。

根据公安行业的特点，航天金盾自主研发了“公安信息应用开发平台”、“社会信息采集平台”、“无线警务应用平台”等一系列拥有自主知识产权的应用软件及高科技产品，以平台为基础开发的业务应用系统如“公安人口信息管理系统”、“派出所综合信息管理系统”等已在新疆、北京、山东、河南、江苏、湖北等多个大、中、小不同的省获得成功应用，为公安进行高效业务办公及信息综合应用提供了强有力的技术支撑。此外，航天信息开发的娱乐场所从业人员治安管理信息系统，以人员信息登记的方式，在娱乐场所建立起一套从业人员现时档案，使治安部门能够实时掌握所有娱乐场所从业人员的动向和原始资料，为公安机关提高对娱乐场所的监控提供了信息支持。

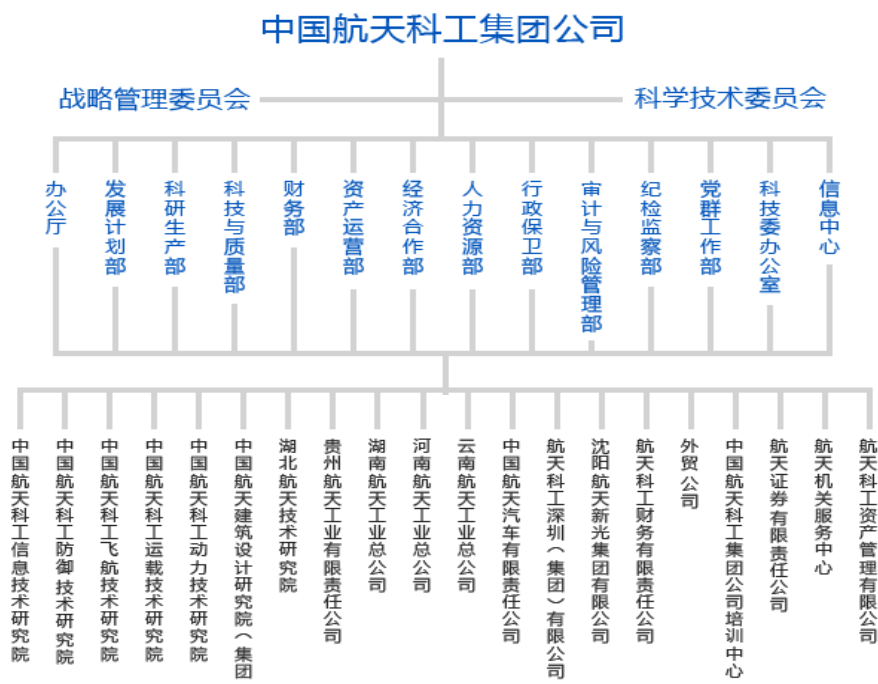
鉴于社会治安与社会稳定的要求，预计金盾业务未来市场空间极大。位于行业首位的公司将是政府投入增加的首要受益者。

七、资产注入预期日益明确

公司是航天科工集团底下唯一一个信息技术平台，资产注入预期较为明确。航天科工集团致力打造信息技术、装备制造、航天防务三大平台，装备板块主要由航天晨光、航天长峰、航天科技这3家上市公司来承担；信息技术主要以航天信息为平台。根据航天科工集团军民融合的发展思路，集团旗下分散的信息化资产在十二五期间注入公司的预期较为明确。从业务范围上来看，航天科工信息技术研究院具有注入可能。

中国航天科工信息技术研究院又称中国航天科工集团第一研究院，成立于2002年7月1日。2009年8月，原中国航天科工信息技术研究院、中国航天科工八五一研究所、北京航天测控技术开发公司、中国航天系统工程公司等从事信息技术研究及相关装备研制生产的单位进行重组，成立新的中国航天科工信息技术研究院。研究院主要从事小卫星、卫星应用、信息技术等领域的技术研究、产品研制及产业化工作。研究院成立以来，完成了多项“十五”国防科学重点技术研究项目及国家产业化项目。成功研制了多种系列小卫星产品、卫星应用系列产品、行业应用软件系列产品及信息安全产品。参与了不同行业多项重大信息工程建设，为国防现代化及经济建设做出了较大贡献。

图 8：中国航天科工集团组织架构图



资料来源：集团官网，民生证券研究所

八、盈利预测与估值

我们暂时维持此前盈利预测。预计公司 2011-2013 年收入分别为 115、142、181 亿元，增速分别为 21.7%、23.6%、27.4%；2011-2013 年归属于母公司净利润预计分别为 10.99、13.51、18.28 亿元，全面摊薄 EPS 分别为 1.19、1.46、1.98 元，相应的增速分别为 21%、23%、35.4%。重申“强烈推荐”评级。

九、风险提示

注入资产的质量和进度低于预期。

分析师与行业专家简介

尹沿技，IT行业首席分析师，3年IT行业经验，6年证券行业从业经验；2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名。

卢婷，IT行业分析师，中国社会科学院经济学硕士。曾就职于兴业银行。3年证券研究经验。

李晶，IT行业分析师，管理学学士，3年证券行业研究经验，2010年《新财富》、“水晶球”计算机最佳分析师第一名研究团队成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层；

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室；

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。