

多重机遇叠加下看好国产化坚固“长城”

2023年06月05日

► 飞腾为心、整机为基，构筑国产化坚固“长城”。2022年公司计算终端方面：

1) **党政市场**：持续发力，信创产品实现中央机关全覆盖和进入 31 个省市政府采购目录，加速向全国区县信创市场推广；2) **行业市场**：在邮储、工行、能建、中车、电科、电信等多家央企拿下优质项目，多个关键行业领域实现销售突破，为行业市场推广奠定基础。根据公司公开投资者交流纪要，2022 年累计 24 个重大项目共计 8.5 亿元，特别是国家某机关、某运营商、某银行以及某能源央企中国长城均为最大或唯一供货商。3) **CPU 产品不断迭代**：根据公司公开投资者交流纪要，飞腾公司基于 S5000 系列平台的服务器产品正在加速推进中，中国长城基于 S5000 系列平台的服务器产品完成首版主板开发测试。

► **立足“PKS”体系，“国企改革+生态完善”助力长期发展。** 1) **央企改革大势所趋**，CEC、CETC 央企改革有望迎来新机遇，公司有望受益。2) **由飞腾 CPU 和麒麟操作系统组成的 PK 体系逐渐胜出**。CEC 基于飞腾麒麟有完整、成套和成熟的解决方案，自身实力强大，标杆效应可期。同时，“PKS”体系融合进一步加深。飞腾公司正式增选成为 openKylin 社区理事单位。3) **CEC 的信创体系也与其他生态有效融合，长期看将推动产业发展**。“护航计划”由国家工业信息安全发展研究中心联合门头沟区人民政府、中关村发展集团、华为技术有限公司发起，CEC 旗下麒麟软件等公司加入生态。随着信创、AI 等产业的推进，不同生态间的有效融合有望进一步加深，进而推动产业发展。

► **AI 领域积极发力，依托体系进行 AI 服务器、算力中心等布局。** 1) 2023 年 3 月，中国长城服务器产品在机架式存储式、塔式等多平台完成布局，其 AI 服务器产品已和多家 GPU 厂商、解决方案公司进行适配和应用。2) **科技巨头合作**：中国长城和百度联合研制的首款“PKS”国产 AI 服务器 AITF-2000 飞桨一体机是首个实现单 switch 支持两块全高全国内 AI 加速卡的 2U 服务器整机，灵活适配各类架构，并且具备智慧节能的特性。3) **长城超云**：公司联营企业长城超云布局 AI 服务器，已在教科研、交通、能源、互联网等多个行业实现部署，并在宁夏建设了新一代算力中心，通过部署海量高性能算力集群和 GPU 算力集群，实现超高计算能力。

► **投资建议**：公司是国产化芯片龙头天津飞腾的主要股东之一，飞腾是国内 CPU 领域重要的核心资产。公司立足核心优势在政府及行业信创中不断拓展市场，同时将受益于“PKS”体系的持续完善以及 AI 领域的布局。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.91、9.30、12.43 亿元，对应 PE 分别为 63X、47X、35X，维持“推荐”评级。

► **风险提示**：国产化政策推进不及预期；新技术路线变革存在不确定性；行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	14027	21597	28551	34612
增长率 (%)	-21.2	54.0	32.2	21.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	120	691	930	1243
增长率 (%)	-79.9	474.5	34.5	33.7
每股收益 (元)	0.04	0.21	0.29	0.39
PE	364	63	47	35
PB	3.2	3.1	2.9	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 6 月 5 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

13.58 元



分析师 吕伟

执业证书：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

分析师 郭新宇

执业证书：S0100518120001

电话：010-85127654

邮箱：guoxinyu@mszq.com

相关研究

- 中国长城 (000066.SZ) 公司深度报告：构筑 IT 国产化坚固长城-2023/03/10
- 中国长城(000066):定增过会，飞腾起飞-2021/12/01

目录

1 飞腾为心、整机为基，构筑国产化坚固“长城”	3
2 立足“PKS”体系，“国企改革+生态完善”助力长期发展	6
2.1 国企改革机遇渐起，看好公司长期受益	6
2.2 围绕“PKS”体系，不断完善融合信创核心生态	7
3 AI 领域积极发力，依托体系进行 AI 服务器、算力中心等布局	9
4 投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 飞腾为心、整机为基，构筑国产化坚固“长城”

国产服务器领军企业，市场优势地位稳固。2022年，公司计算终端方面：1) **党政市场**：持续发力，信创产品实现中央机关全覆盖和进入31个省市政府采购目录，加速向全国区县信创市场推广；2) **行业市场**：在邮储、工行、能建、中车、电科、电信等多家央企拿下优质项目，多个关键行业领域实现销售突破，为行业市场推广奠定基础。根据wind披露的2023年5月4日投资者关系活动记录表，2022年累计24个重大项目共计8.5亿元。特别是国家某机关、某运营商、某银行以及某能源央企中国长城均为最大或唯一供货商。

CPU产品不断迭代，根据wind披露的2023年5月4日投资者关系活动记录表，飞腾公司基于S5000系列平台的服务器产品正在加速推进中。从整个产品体系来看，飞腾CPU产品谱系全面、且保持高速迭代，未来在腾云、腾锐、腾珑、套片四个系列的产品线都有相应的布局。1) 腾云S系列有两款核心产品，为腾云S5000和腾云S6000；2) 腾锐D系列有一款核心产品，为腾锐D3000；3) 腾珑E系列也有两款核心产品，腾珑E2000和腾珑E3000。S5000芯片采用7nm制程，芯片计算能力、访存性能以及I/O性能大幅提升；E2000则在效能上、接口丰富度以及配置灵活度上进一步提升，并具备3种产品规格，满足多种应用场景需求。

图1：新一代国产服务器CPU—腾云S5000



资料来源：飞腾公司官网，上交所技术服务公众号，民生证券研究院

图2：新一代国产嵌入式CPU—腾珑E2000



资料来源：飞腾公司官网，上交所技术服务公众号，民生证券研究院

基于芯片，打造自身国产服务器产品。2022年，中国长城基于S5000系列平台的服务器产品完成首版主板开发测试；S2500双路服务器EF860持续优化；长城S2500/64核2U双路均衡自主安全服务器项目通过中国电子学会组织的成果鉴定。

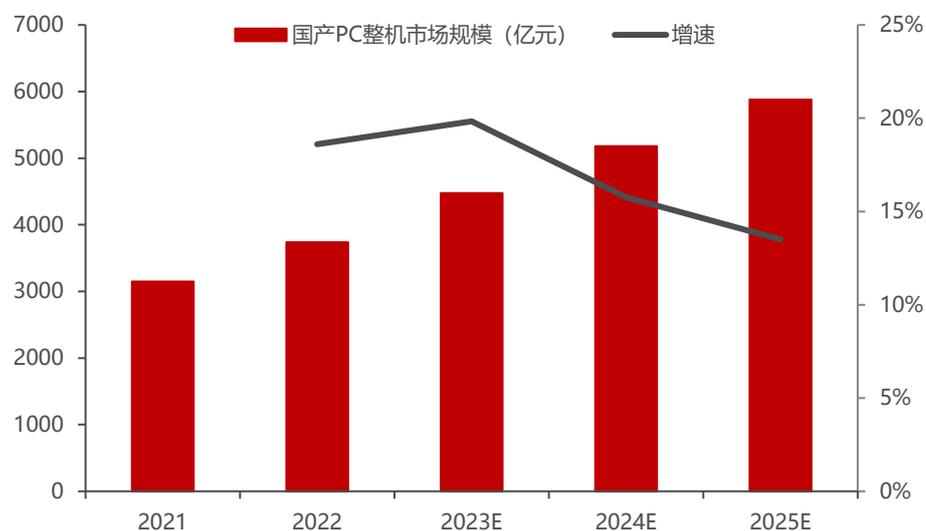
图3：中国长城主要服务器产品



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

国产 PC 整机市场规模持续快速提升，公司作为龙头有望受益。根据艾媒咨询数据，2022 年中国国产 PC 整机市场规模达 3735.9 亿元，预计 2025 年将达到 5881.9 亿元，2022-2025 年复合增速有望达到 16%。中国长城在自主计算产业终端整机方面的产品主要为笔记本、台式机、一体机、工控机等，搭载国产 CPU 和国产操作系统，为党政办公、金融、能源、电信、交通等关键行业提供自主算力支撑。

图4：国产 PC 整机市场规模（亿元）



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

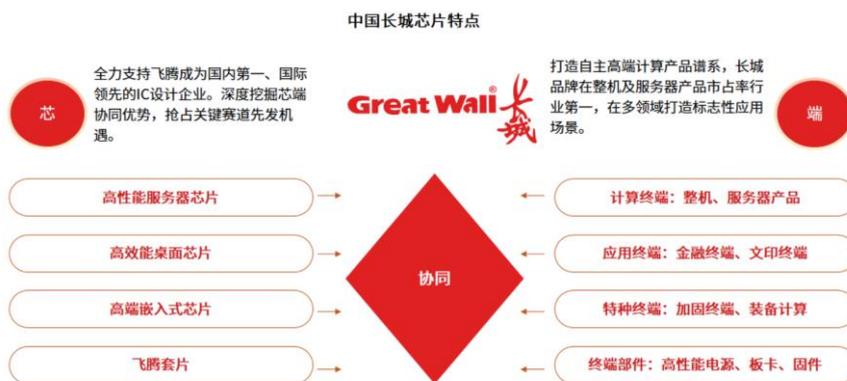
图5：中国长城自主计算产业终端产品



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

“**芯端一体，双轮驱动**”的发展战略推动公司长期发展。中国长城作为中国电子自主计算体系建设主力军，CPU、内存、系统、显示器及其核心零部件和技术全面布局。中国长城自 2011 年开始布局国产芯片主板及计算机整机研发，依托 CEC 体系不断构建从基础软硬件到整机、终端到安全应用及服务的完整产业链条，通过“芯端一体，双轮驱动”的发展战略，为端到云的设备提供算力等方面支撑。

图6：中国长城“芯端一体，双轮驱动”的发展战略



资料来源：艾媒咨询，民生证券研究院

2 立足“PKS”体系，“国企改革+生态完善”助力长期发展

2.1 国企改革机遇渐起，看好公司长期受益

CEC 集团国企改革不断取得成效。2023 年 5 月 25 日，人民日报刊文《中国电子推进国企改革三年行动走深走实 服务重大战略 激发企业活力》，报道了中国电子深入落实党中央、国务院关于深入实施国企改革三年行动的重大决策部署，围绕贯彻落实“两个一以贯之”、打造国家网信事业核心战略科技力量，不断探索混改路径，企业活力、竞争力进一步提升。其中，混改方面，中国电子各级子企业中，非穿透式口径混合所有制企业达 104 户，核心主业混改平台于 2021 年采用增资方式引入 7 家国有投资人，引入投资金额 130 亿元。通过创新混改模式，有效扩大国有资本影响力。

近期央企集团迎来重要变化：2023 年 2 月 15 日，中国软件与技术服务股份有限公司召开 2023 年第二次临时股东大会和第七届董事会第五十二次会议，经中国电子和中电有限推荐，选举公司党委书记谌志华同志为公司第七届董事会董事、董事长（法定代表人）、战略委员会主任委员。与此同时，谌志华同志也是麒麟软件党委书记。

CEC、CETC 国企改革有望迎来新机遇，参股重要核心资产的公司有望长期受益，包括中国软件（持有麒麟软件 40% 股份，持有达梦数据 25% 股份，截至 22 年中报，下同）、中国长城（持有飞腾信息 28% 股份）、太极股份（持有人大金仓 51% 股份）等。

表1：部分央企及旗下核心资产情况梳理

公司	旗下核心资产	对核心资产的持股比例	2021 年收入 (亿元)	2021 年净利润 (亿元)	2022 收入 (亿元)	2022 净利润 (亿元)
中国软件	麒麟软件	40%	11.34	2.75	11.56	3.29
中国长城	飞腾信息	28%	22.18	6.53	16.3	1.82
太极股份	人大金仓	51%	3.41	0.31	3.44	0.5

资料来源：wind，民生证券研究院整理（截至 2023 年 6 月 5 日）

中国电子旗下包含大量优质核心科技资产，其中上市公司 17 家，包括：1) **计算机行业：芯片、操作系统、数据库等核心软硬件：**中国软件、中国长城、达梦数据（拟上市）、奇安信、华大九天。2) **电子行业：澜起科技、上海贝岭、晶门半导体、中电华大科技、深科技、冠捷科技、彩虹股份。**3) **通信行业：深桑达 A、南京熊猫、南京熊猫电子股份。**4) **其他行业：中电光谷、振华科技、彩虹新能源。**

表2：中国电子旗下上市公司（单位：亿元）

证券代码	证券简称	总市值	行业	2021 年度 营收	2022 年度 营收	2021 年度归 母净利润	2022 年度归母净 利润	上市公司核心业务
600536.SH	中国软件	413	计算机	103.52	96.40	0.76	0.45	麒麟操作系统；网 安及行业应用
000066.SZ	中国长城	423	计算机	177.90	140.27	5.98	1.20	飞腾国产处理器； 整机
301269.SZ	华大九天	655	计算机	5.79	7.98	1.39	1.86	国产 EDA 工具软 件
688561.SH	奇安信-U	402	计算机	58.09	62.23	-5.55	0.57	网络安全产品和相 应解决方案
A22364.SH	达梦数据	-	计算机	7.43	6.88	4.44	2.65	国产数据库
000032.SZ	深桑达 A	396	计算机	427.04	510.52	3.62	-1.62	国资云
688008.SH	澜起科技	689	电子	25.62	36.72	8.29	12.99	内存接口芯片供应 商
600171.SH	上海贝岭	133	电子	20.24	20.44	7.29	3.99	模拟和数模混合集 成电路系统
000021.SZ	深科技	342	电子	164.88	161.18	7.75	6.59	计算机、半导体等 制造设备及服务
000727.SZ	冠捷科技	93	电子	706.10	618.83	5.32	0.87	显示器及领液晶电 视智能制造
600707.SH	彩虹股份	172	电子	151.74	89.67	26.69	-26.62	液晶基板玻璃的研 发、生产与销售
2878.HK	晶门半导体	12	电子	1.68	1.91	0.24	0.28	专有集成电路芯片 及解决方案
0085.HK	中电华大科 技	23	电子	16.86	24.90	1.25	5.31	集成电路设计开 发、销售
000032.SZ	深桑达 A	396	通信	427.04	510.52	3.62	-1.62	电子整机、元器件 等产品
600775.SH	南京熊猫	77	通信	45.32	41.54	0.42	0.40	智能制造核心装备 和系统集成
0553.HK	南京熊猫电 子股份	85	通信	45.32	41.54	0.42	0.40	智能制造核心装备 和系统集成
0438.HK	彩虹新能源	14	电新	20.67	24.70	1.63	0.89	光伏玻璃、光伏组 件等业务
000733.SZ	振华科技	467	国防军工	56.56	72.67	14.91	23.82	电子信息产品的研 制生产和销售
0798.HK	中电光谷	27	地产	45.37	55.28	6.40	5.36	主题产业园区开发 和运营

资料来源：wind，民生证券研究院（数据截至 2023 年 6 月 2 日）

2.2 围绕“PKS”体系，不断完善融合信创核心生态

“PKS”体系是中国电子旗下的、基于国产硬件和国产操作系统的全国产体系，“P”代表（PHYTIUM）飞腾处理器，“K”代表（KYLIN）麒麟操作系统，“S”代

表 (SAFE) 即注入安全的能力, 全面助力各行各业国产化与数字化转型。而 CEC 的信创产业布局, 正是以 “PKS” 体系为核心, 打造从芯片、操作系统、数据库、网络安全、整机服务等全方位的产品和服务。

图7: CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司



资料来源: 各家公司官网, 民生证券研究院

目前信创的芯片和操作系统竞争格局逐步清晰, 由飞腾 CPU 和麒麟操作系统组成的 PK 体系逐渐胜出。飞腾 CPU 和麒麟 OS 都是 CEC 中国电子集团旗下的企业, 在做信创项目时, CEC 基于飞腾麒麟有完整、成套和成熟的解决方案, 一旦在某一处实现标杆式的成功案例, 其他各地区在推进国产化应用时快速实现复制, 对重点行业的国产化转型也有非常大的借鉴意义。信创市场主要覆盖行业为 “2+8”, 其中 “2” 主要是党、政, “8” 包含了电信、金融、电力、石油、交通、教育、医疗、航空航天。根据 20 年飞腾生态大会, 飞腾在党政信创市占率超过 45%, 除此之外, 飞腾还重点覆盖了金融、电力、教育、交通、航空航天等领域。

“PKS” 体系融合进一步加深。2023 年 5 月 30 日, openKylin 社区第二次理事会会议在北京成功召开。飞腾信息技术有限公司、麒麟软件有限公司、普华基础软件股份有限公司、中科方德软件有限公司等 20 家社区单位代表参会, 飞腾公司正式增选成为 openKylin 社区理事单位。

CEC 的信创体系也与其他生态有效融合, 长期看将推动产业发展。2 月 13 日召开的北京人工智能产业创新发展大会上, “护航计划” 由国家工业信息安全发展研究中心联合门头沟区人民政府、中关村发展集团、华为技术有限公司发起, 旨在联合有关单位共同探索人工智能安全可信管理解决方案, 指导行业单位开展人工智能安全可信度自评, 推动行业自律, 形成重视人工智能安全可信的良好氛围, 并在行业实践探索的基础上, 为有关部门提供决策参考。CEC 旗下麒麟软件等公司加入生态。随着信创、AI 等产业的推进, 不同生态间的有效融合有望进一步加深, 进而推动产业发展。

3 AI 领域积极发力，依托体系进行 AI 服务器、算力中心等布局

积极拓展 AI 领域：2023 年 3 月，中国长城服务器产品在机架式存储式、塔式等多平台完成布局，其 AI 服务器产品已和多家 GPU 厂商、解决方案公司进行适配和应用。科技巨头合作方面，中国长城和百度联合研制的首款“PKS”国产 AI 服务器——AITF-2000 飞桨一体机已经正式发布。

第一，中国长城与百度联手打造的 AI-TF2000 飞桨一体机，是首个实现单 switch 支持两块全高全长国内 AI 加速卡的 2U 服务器整机。它采用飞腾 CPU 处理器+麒麟操作系统，集成百度自研的昆仑加速卡，同时采用专用 AI 服务器设计，具备高可靠异构融合技术，能够拓展支持昇腾、寒武纪、比特大陆等国内主流 AI 加速卡，全面支持多种数据精度的语音、图像、NLP 模型的训练、推理。

第二，灵活适配各类架构，并且具备智慧节能的特点。1) **灵活适配各类架构：**AI-TF2000 飞桨一体机内置预训练模型和算子、支持模型测试并输出模型评估报告，方便企业一键部署。提供多种建模方式包括可视化拖拉拽建模、AutoML、作业式建模等，为不同技术实力的企业提供不同的解决方案，完美适配当前市场所有主流开发框架。2) **智慧节能：**基于 smart fan 策略算法进行精细化转速调优，达到线性的风扇转速变化效果，从传统 500 转调整为 200 转，达到业界领先水准。且整机使用独立风道设计，多块 AI 加速卡散热互不影响，热量迅速扩散，不形成局部堆积，同样达到业界领先水平，并且可在环境温度 45°C 下平稳运行，高于 40°C 的业界平均水平。

图8：CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司



资料来源：中国电子集团官方公众号，民生证券研究院

公司联营企业长城超云布局 AI 服务器、算力中心等领域。长城超云积累了大

量 AI 服务器项目实践经验, 已在教科研、交通、能源、互联网等多个行业实现部署, 为大模型训练等领域提供强劲算力保障, 同时帮助多所高校构建人工智能学院科研实训平台。目前超云 AI 产品线已拥有 R8428 G12、R8424 G12 等多款明星机型, 全面覆盖人工智能训练服务器、推理服务器、图形工作站、边缘 AI 服务器等领域, 搭配超云人工智能管理平台, 为客户提供高性能算力保障以及云边端一体, 跨行业协同的人工智能解决方案。

图9: CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司

R8428 G12高性能AI服务器

- 整机支持2颗英特尔®第三代至强®可扩展处理器, 最高主频可达3.7 GHz; 同时整机最大可支持10个双宽高性能GPU卡

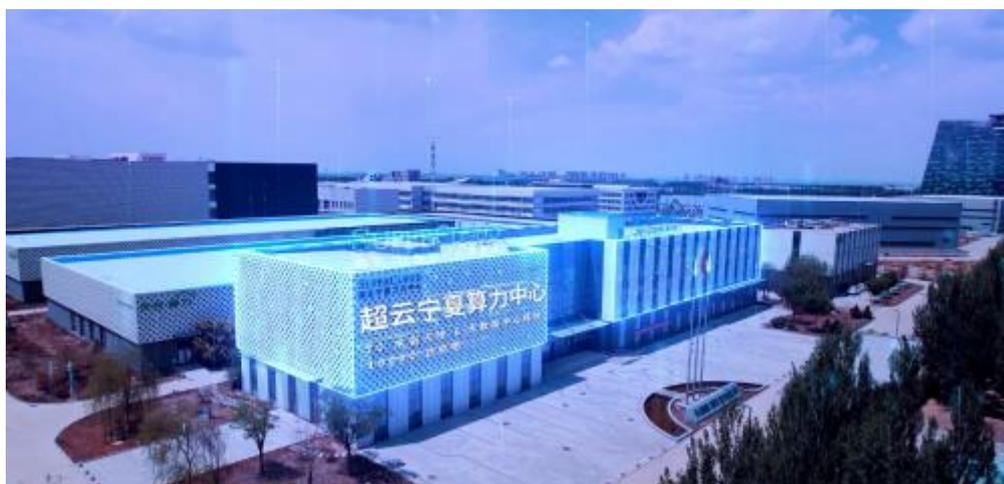
R8424 G12高性能GPU服务器

- 基于英特尔®第三代至强®可扩展处理器设计的一款4U高性能GPU服务器。整机支持全闪存储, 可全面适配国内外主流AI加速卡, 满足新型AI负载需求

资料来源: 长城超云官方公众号, 民生证券研究院

同时, 2022 年超云紧跟“东数西算”政策, 在宁夏建设了新一代算力中心, 通过部署海量高性能算力集群和 GPU 算力集群, 实现超高计算能力, 同时采用自主研发的大规模开放集群存储架构, 实现分布式集群存储系统。

图10: 长城超云宁夏算力中心



资料来源: 砍柴网, 民生证券研究院

4 投资建议

公司是国产化芯片龙头天津飞腾的主要股东之一，飞腾是国内 CPU 领域重要的核心资产。公司立足核心优势在政府及行业信创中不断拓展市场，同时将受益于“PKS”体系的持续完善以及 AI 领域的布局。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.91、9.30、12.43 亿元，对应 PE 分别为 63X、47X、35X，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 国产化政策推进不及预期。目前国产化推进已经是大势所趋，但具体进度具有一定不确定性。

2) 新技术路线变革存在不确定性。CPU 属于高技术密度领域，技术路径变化快，可能存在新技术路线变革而导致行业格局出现变化。

3) 行业竞争加剧。目前 CPU 等领域存在部分竞争者，同时随着 AI 发展，AI 等芯片领域竞争也可能加剧。整体看，未来随着市场发展，可能存在这行业竞争加剧、竞争对手数量增加等可能。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	14027	21597	28551	34612
营业成本	10491	16098	21426	25966
营业税金及附加	93	97	129	156
销售费用	525	799	999	1211
管理费用	943	1361	1770	2077
研发费用	1322	1944	2570	3115
EBIT	520	1536	1970	2485
财务费用	254	362	541	605
资产减值损失	-221	-318	-270	-313
投资收益	64	108	143	173
营业利润	287	964	1302	1740
营业外收支	-33	8	5	8
利润总额	253	972	1307	1748
所得税	27	97	131	175
净利润	226	875	1177	1573
归属于母公司净利润	120	691	930	1243
EBITDA	1111	2241	2860	3508

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4499	2409	2685	3428
应收账款及票据	5626	7562	9997	11190
预付款项	957	1449	1928	2337
存货	6952	10267	13231	15338
其他流动资产	2400	3250	3360	3410
流动资产合计	20434	24937	31201	35702
长期股权投资	1393	1501	1644	1817
固定资产	4260	4429	4540	4630
无形资产	765	855	918	972
非流动资产合计	13438	13583	13672	13832
资产合计	33872	38520	44873	49534
短期借款	1656	3656	5656	6156
应付账款及票据	4796	7630	10155	12307
其他流动负债	5765	3265	4105	4685
流动负债合计	12216	14551	19916	23148
长期借款	4914	6414	6414	6414
其他长期负债	1894	1864	1848	1908
非流动负债合计	6807	8277	8262	8322
负债合计	19023	22828	28177	31470
股本	3226	3226	3226	3226
少数股东权益	1182	1365	1612	1943
股东权益合计	14848	15692	16696	18065
负债和股东权益合计	33872	38520	44873	49534

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-21.15	53.96	32.20	21.23
EBIT 增长率	-31.71	195.60	28.31	26.14
净利润增长率	-79.87	474.48	34.53	33.72
盈利能力 (%)				
毛利率	25.21	25.46	24.95	24.98
净利润率	0.86	3.20	3.26	3.59
总资产收益率 ROA	0.36	1.79	2.07	2.51
净资产收益率 ROE	0.88	4.82	6.16	7.71
偿债能力				
流动比率	1.67	1.71	1.57	1.54
速动比率	0.99	0.88	0.78	0.76
现金比率	0.37	0.17	0.13	0.15
资产负债率 (%)	56.16	59.26	62.79	63.53
经营效率				
应收账款周转天数	123.84	110.00	110.00	100.00
存货周转天数	241.86	240.00	230.00	220.00
总资产周转率	0.42	0.60	0.68	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	0.04	0.21	0.29	0.39
每股净资产	4.24	4.44	4.68	5.00
每股经营现金流	-0.12	-0.13	0.02	0.63
每股股利	0.01	0.05	0.06	0.08
估值分析				
PE	364	63	47	35
PB	3.2	3.1	2.9	2.7
EV/EBITDA	44.55	23.12	18.63	15.13
股息收益率 (%)	0.05	0.39	0.47	0.62

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	226	875	1177	1573
折旧和摊销	592	706	890	1023
营运资金变动	-1801	-2772	-2871	-1528
经营活动现金流	-402	-429	67	2035
资本开支	-1017	-662	-745	-900
投资	-818	-661	0	0
投资活动现金流	-1804	-1324	-689	-900
股权募资	4039	0	0	0
债务募资	-694	228	1749	500
筹资活动现金流	2813	-337	898	-392
现金净流量	632	-2090	276	743

插图目录

图 1: 新一代国产服务器 CPU—腾云 S5000.....	3
图 2: 新一代国产嵌入式 CPU—腾珑 E2000.....	3
图 3: 中国长城主要服务器产品.....	4
图 4: 国产 PC 整机市场规模 (亿元)	4
图 5: 中国长城自主计算产业终端产品.....	5
图 6: 中国长城“芯端一体, 双轮驱动”的发展战略.....	5
图 7: CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司.....	8
图 8: CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司.....	9
图 9: CEC 围绕 PKS 体系的信创产业布局中的部分核心公司.....	10
图 10: 长城超云宁夏算力中心.....	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 部分央企及旗下核心资产情况梳理	6
表 2: 中国电子旗下上市公司 (单位: 亿元)	7
公司财务报表数据预测汇总.....	13

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026