

车联网业务驱动公司高速增长 研究所改制将提升重组预期

核心观点:

● 车联网业务将爆发性增长，并带动汽车电子业务再次发展

公司将车联网作为未来的战略发展方向之一。随着移动互联网的发展，在国家政策的支持下，车联网有望快速普及，未来市场空间巨大。公司车联网业务定位于营运车辆，目前正处于快速扩张期，进展顺利，在2015年有望完成对全国所有省份的布局。公司背靠航天科工集团，在细分领域没有实力较强的对手，预计在网营运车辆也有望在未来几年实现爆发性增长，成为公司主要增长点，并将有力带动公司汽车电子的业务快速发展。

● 航天应用、电力设备业务将稳定增长。

公司的航天应用业务主要是为股东单位等配套，近年来收入、利润稳定增长。在国家大力发展航天航空事业的大背景下，未来仍将快速发展。电力设备业务相关产品市场地位稳固，将受益于我国十二五电力建设的大发展。

● 公司将受益于军工行业科研院所改制，未来资产注入空间很大

公司的实际控制人是航天科工集团，大股东是航天科工三院。三院下属事业单位中有10个大型研究所，收入和盈利规模很大，是三院的核心资产，未来在科研院所改制的背景及政策支持下，研究所资产注入到上市公司的可能性较大。此外，三院的企业单位中仍有相当优良资产尚在上市公司体外。三院的营收、利润都达上市公司的15倍以上。公司作为三院唯一一家上市公司，是三院重要的军民融合平台，未来获得三院资产注入的空间仍然巨大。

● 行业估值的判断与评级说明

我们认为，在政策的支持及移动互联网的普及下，公司车联网未来将爆发性增长，并带动汽车电子的再次腾飞。公司的航天应用产品也将受益于我国航天事业的发展，实现稳定增长。我们预测2014-2016年EPS分别为0.15、0.23和0.35元。公司估值优势不明显，不过考虑到车联网的较大增长空间和研究所资产注入的预期，首次给予“谨慎推荐”评级。

主要财务指标

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	132762.6	151065	185955	226240
收入增长率%	1.51%	13.79%	23.10%	21.66%
净利润(百万元)	4,767.20	4985.15	7438.2	11312
净利润增长率%	21.26%	4.57%	49.21%	52.08%
摊薄EPS(元)	0.15	0.15	0.23	0.35
PE	218.53	218.53	142.52	96.41

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

航天科技 (000901.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

鞠厚林

☎: 010-66568946

✉: juhoulin@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511010007

特此鸣谢

傅楚雄 010-83574171

(fuchuxiong@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2014.12.22

A股收盘价(元)	32.78
A股一年内最高价(元)	37.37
A股一年内最低价(元)	13.17
上证指数	3127.45
市净率	12.71
总股本(万股)	32362.42
实际流通A股(万股)	32362.42
流通A股市值(亿元)	106.08

相关研究

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、车联网是公司战略发展方向，未来将爆发性增长，并将带动汽车电子业务再次腾飞

公司车联网布局进展顺利，截至到 14 年 9 月底，已完成对全国 13 个省、市的布局，预计年底有望达到 20 个省，15 年有望完成对全国所有省份的覆盖，在网车辆数量有望进一步提升。预计在多部委联合发布的 5 号文的政策支持下，未来几年车联网业务将爆发性增长。

汽车电子业务也将随车联网的发展而再次腾飞。公司前两年汽车电子业务有所波动，预计 14 年-16 年的将继续实现 10% 以上的增速

2、航天产品营收保持高速增长，贡献稳定利润。

公司在航天产品领域有深厚的积淀和技术积累，产品市占率靠前。未来，在国家大力发展航天事业的大背景及相关政策的支持下，预计航天业务还将保持高速增长态势，并继续为公司贡献稳定的利润。预计航天业务未来将继续保持 10% 以上的增速。

3、石油岩土产品收入保持稳定，毛利率下滑；电力设备业务的营收及利润保持小幅增长

目前石油仪器产品并不在公司确立的三大主业之内，在公司的营收占比逐渐下滑，且毛利率也呈下滑趋势，预计这块业务未来将保持稳定。近几年，电力设备在公司的营收和利润占比较高且较为稳定。华天机电的注入使得公司电力设备的业务实力进一步增强。预计今年此项业务有望突破 5 亿，未来有望保持 10% 左右增速。

4、公司将受益于军工行业科研院所改制，未来资产注入空间仍然很大

公司大股东是航天科工三院。三院下属事业单位中有 10 个大型研究所，对三院的营收及利润贡献巨大。未来在研究所改制的背景及政策支持下，研究所相关资产将有可能注入到上市公司。截至 13 年底，三院的营收、利润都达上市公司的 15 倍以上。公司是三院重要的军民融合平台，未来获得三院资产注入的空间仍然巨大。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司车联网业务发展不确定性较大。我们认为，公司车联网业务定位于营运车辆，受到国家政策的支持，在细分领域没有大的竞争对手，未来有望实现爆发式增长并逐步实现收入的多元化。

估值与投资建议:

我们认为，在政策的支持及移动互联网的普及下，公司车联网业务将爆发性增长。公司的航天应用产品也将受益于我国航天事业的发展，实现稳定增长。我们预测 2014-2016 年 EPS 分别为 0.15、0.23 和 0.35 元。首次给予“谨慎推荐”评级。

股价表现的催化剂:

车联网业务发展超预期、研究所改制、集团的资产注入。

主要风险因素:

车联网领域的市场处于初期阶段，竞争较大。

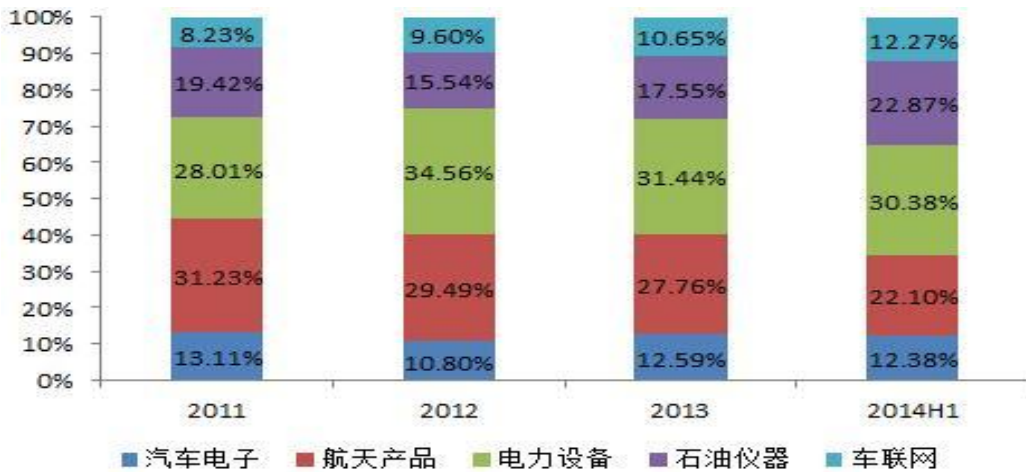
目 录

一、公司业务简介	3
二、车联网及工业物联网市场前景广阔，公司大力发展值得期待	4
（一）车联网：政策扶持，将迎来爆发性增长	4
（二）工业物联网业务：发展空间较大，未来将保持稳定增长	10
（三）车联网及工业物联网近年发展迅速，未来将爆发性增长	12
三、汽车电子借力车联网，老树开新花	12
四、航天应用业务将受益于我国航天事业的快速发展	14
五、公司的其他业务	16
（一）电力设备：公司主要收入来源之一，未来将稳定增长	16
（二）石油仪器设备：收入将保持稳定	17
六、控股股东实力雄厚，旗下众多优良资产	18
七、盈利预测及估值	20
（一）未来三年盈利预测及其假设条件	20
（二）估值比较及投资评级	22

一、公司业务简介

公司依托大股东军工技术优势及资源优势，主营业务包括车联网及工业物联网、航天应用产品、汽车电子、石油仪器设备、电力设备五大业务板块，业务结构如下：

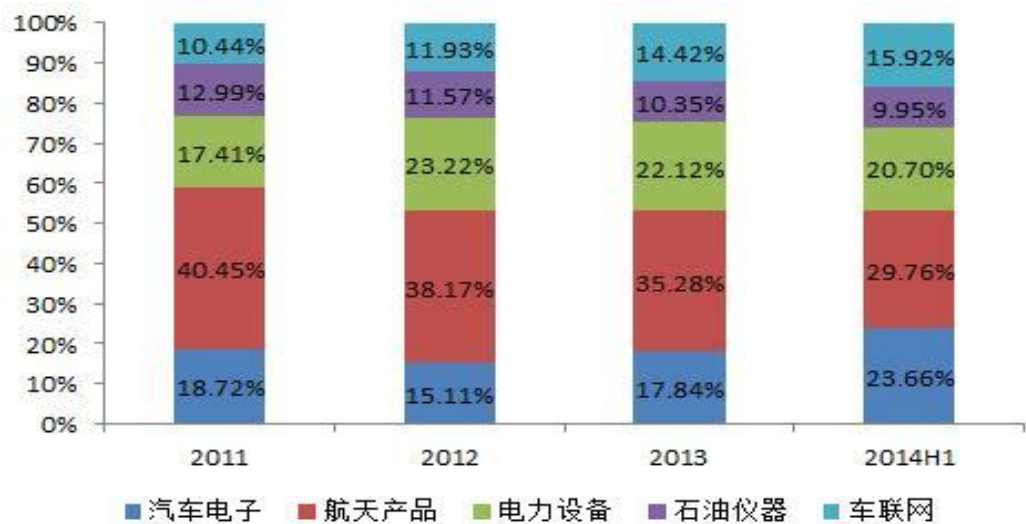
图 1:近年各项业务营收比例



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究部整理

目前公司航天应用产品和电力设备两项业务在收入中占比较大，合计超过 50%；车联网及工业物联网收入占比 10%以上，呈加速上升趋势；石油仪器设备收入占比在 20%左右浮动；汽车电子业务相对稳定，维持 13%左右的占比。

图 2:近年各项业务利润比例



资料来源：公司公告，wind，中国银河证券研究部整理

公司利润占比较高的是航天产品，汽车电子和电力设备利润占比也在 20%以上。石油设

备毛利率较底，在利润中占比较小。

公司目前有 12 家控股子公司，其中一半主营业务为车联网，此业务目前正处于扩张阶段，还不能产生利润贡献，预计未来 1-2 年随着公司车联网业务的发展，将成为公司的重要利润增长点。母公司及近几年注入的资产经营情况良好，是公司目前收入和利润的主要来源。

表 1: 公司母公司及部分下属公司主营业务及 13 年经营情况

公司名称	持股比例	主营业务	13 年营收	13 年净利润
母公司	-	汽车电子和航天应用产品	2.34 亿元	976.42 万元
惯性公司	88.52%	石油钻井测井仪器、岩土仪器及地质灾害监测系统、低端惯性导航系统、以及挠性加速度计、卫星接收机、非标测试设备、专用电路、气压高度表和数控数显	4.55 亿元	2807.65 万元
航天益来	88.21%	烟气排放连续监测系统、除尘脱硫产品	1.5 亿元	322.33 万元
时空公司	86.90%	系列液位仪；三坐标划线测量系统、变频供水系统等	8502.92 万元	298.98 万元
星航机电	100%	各种高、低压配电柜、开关柜等	2.82 亿元	713.95 万元
华天机电	97.80%	冲击电压发生器、综合电力测试装备等	1.36 亿元	1166.51 万元
泰瑞风华	100%	汽车电子产品	1318.14 万元	6.21 万元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

二、车联网及工业物联网市场前景广阔，公司大力发展值得期待

（一）车联网：政策扶持，将迎来爆发性增长

1. 车联网及用途

车联网(IOV: Internet of Vehicle)是指车与车、车与路、车与人、车与传感设备等交互，实现车辆与公众网络通信的动态移动通信系统。它可以通过车与车、车与人、车与路互联互通实现信息共享，收集车辆、道路和环境的信息，并在信息网络平台上对多源采集的信息进行加工、计算、共享和安全发布，根据不同的功能需求对车辆进行有效的引导与监管，以及提供专业的多媒体与移动互联网应用服务。

图 3:车联网原理示意图



资料来源：互联网

国内车联网产业链主要由汽车厂商、电信运营商、TSP 运营商、硬件终端提供厂商、内容和服务提供商等构成。

表 2: 车联网产业链现状及代表厂商

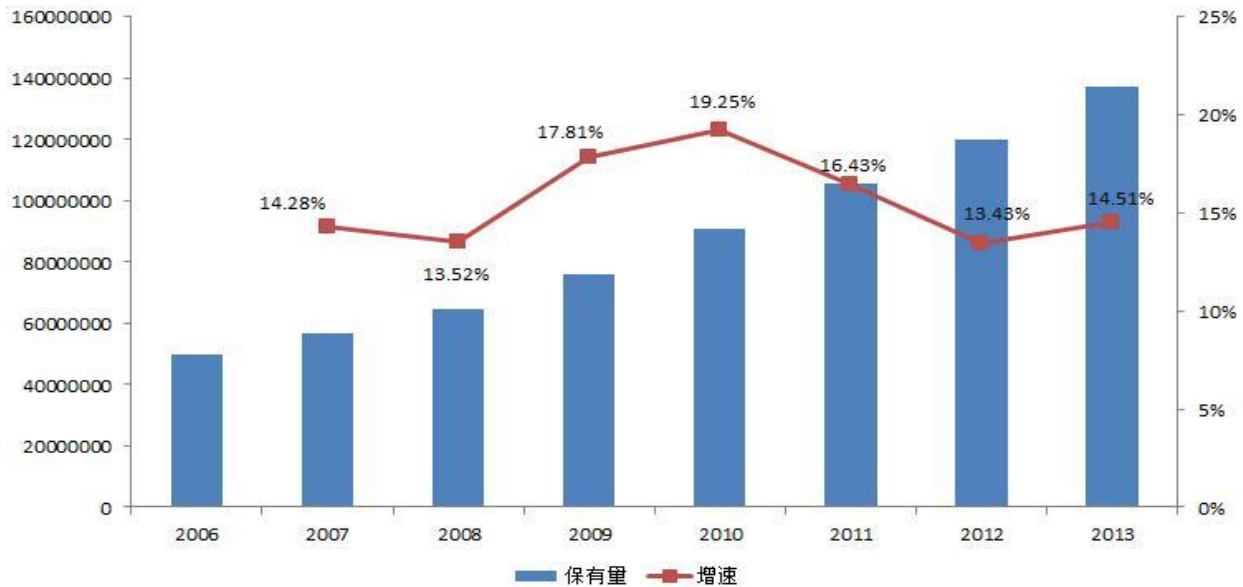
产业链环节	现状	代表厂商
汽车厂商	在产业链尤其是前装市场中占据绝对主导地位	通用、丰田、上汽、日产、大众等
通道提供商	提供无线网络、呼叫中心线路、综合定位服务、信息等	国内主要是中国移动、中国联通、中国电信
TSP 运营商	主要通过整合产业链相关资源，为前装及后装车载用户提供整体服务，是产业链的主要获利点。	通用 OnStar、丰田 G-Book 等
硬件终端提供厂商	主要提供车载终端。硬件终端技术尚不成熟，适配率较低。本土终端厂商在产业链中以后装为主，厂商众多，提供的服务差异很大。	目前处于竞争局面，尚未出现国家级大型企业或明星产品
内容和服务提供商	提供地图、导航、实时路况、停车场、紧急救援、信息娱乐等。目前针对私人用户的内容服务市场规模还很小，该产业还没有真正实现产业化和规模化	尚无

资料来源：互联网

2. 得到政策扶持，车联网市场空间巨大

我国汽车工业近年快速发展，汽车保有量不断增加，近 10 年 CAGR 超过 10%。2006 年底，我国的汽车保有量尚不足 5000 万辆，而截至到 2013 年底，我国的汽车保有量已经达到 1.37 亿辆；到 2014 上半年，我国汽车保有量达到 1.47 亿辆；工信部相关专家曾表示预计到 2020 年，我国汽车保有量将突破 2 亿，以目前的情况来看，2 亿保有量甚至将早于 2020 年。

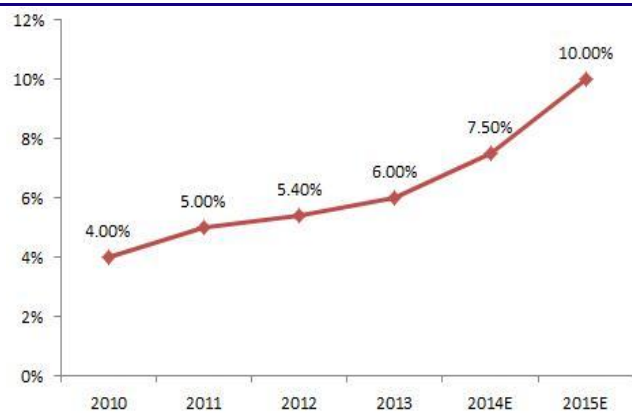
图 4：我国的汽车保有量（单位：辆）



资料来源：wind，中国银河证券研究部整理

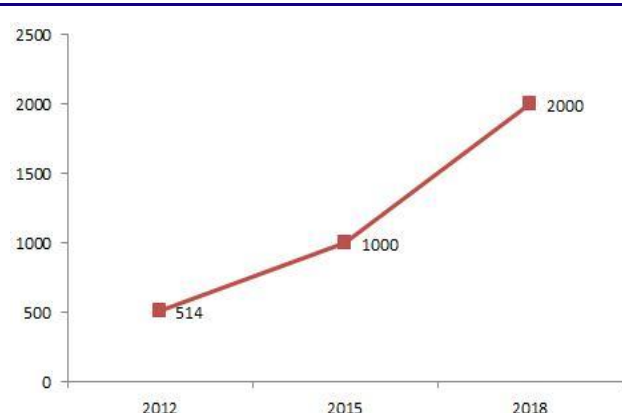
移动互联网的快速发展，对车联网起着巨大的推动作用。国内车联网渗透率从 2010 年的 4%，增长到 2013 年的 6%，预计 2014 年将进一步成长达到 7.5%。目前车联网的渗透率开始进入加速阶段，预计 15 年有望突破 9%，未来几年的加速渗透趋势明显。

图 5：车联网渗透率



资料来源：互联网，中国银河证券研究部整理

图 6：我国车联网的市场规模（单位：亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

根据中商情报网《2013-2018 年中国车联网产业规模》的报告，2012 年中国车联网产业

规模达 514 亿元, 2013-2018 年, 车联网将迎来快速发展的阶段, 年复合增长率将达到 24%, 到 2015 年, 中国车联网产业规模将达到 1000 亿元, 国内 Telematics 服务总用户量接近 1000 万。到 2018 年, 中国车联网产业规模将近 2000 亿元。由此可见, 我国车联网的市场空间巨大, 未来几年将处于爆发性增长阶段, 几乎每三年产业规模就将翻倍。

我国政府对车联网的十分支持。十二五计划提出要重点发展物联网, 车联网就是其中重要一小部分。对于车辆的安全监管, 尤其是营运车辆, 国家十分重视。相关通知、办法等频出, 且要求也是越来越严格。

表 3: 车联网相关政策

时间	文件	相关政策
2014 年 1 月	《道路运输车辆动态监督管理办法》	旅游客车、包车客车、三类以上班线客车和危险货物运输、重型载货汽车和半挂牵引车车辆在出厂前应当安装符合标准的卫星定位装置, 并接入全国道路货运车辆公共监管与服务平台。未按照要求安装卫星定位装置, 或者已安装卫星定位装置但未能在网联联控系统正常显示的, 不予发放或者审验《道路运输证》。本办法实施前已经进入运输市场的重型载货汽车和半挂牵引车, 应当于 2015 年 12 月 31 日前全部安装、使用卫星定位装置, 并接入道路货运车辆公共平台。
2012 年 2 月	《物联网“十二五”发展规划》	在感知、传输、处理、应用等技术领域取得 500 项以上重要研究成果; 在交通、电力等 9 个重点领域完成一批应用示范工程, 力争实现规模化应用
2011 年 4 月	《关于加强道路运输车辆动态监管工作的通知》	要求必须为“两客一危”车辆安装符合《道路运输车辆卫星定位系统车载终端技术要求》(JT/T794-2011) 的卫星定位装置, 并接入全国重点营运车辆网联联控系统; 今年 8 月 1 日起, 所有旅游包车、三类以上班线客车和运输危险化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品的道路专用车辆, 必须在出厂前安装符合标准的卫星定位装置
2010 年 7 月	《国务院关于进一步强化企业安全生产工作的通知》	要求运输危险化学品、烟花爆竹、民用爆炸物品的道路专用车辆, 旅游包车和三类以上的班线客车要安装使用具有行驶记录功能的卫星定位装置; 鼓励有条件的渔船安装防撞自动识别系统, 在大型尾矿库安装全过程在线监控系统, 大型起重机械要安装安全监控管理系统

资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

3.公司的车联网业务聚焦于营运车辆, 受到政策支持, 有望爆发性增长

营运车辆(用于经营的车辆)是我国汽车行业的重要组成部分, 近年来我国汽车行业高速发展, 汽车保有量近 10 年 CAGR 超过 10%, 从 2006 年的不到 5000 万辆, 到 2014 年上半年已经达到 1.47 亿辆。汽车行业的高速发展主要得益于私人汽车及非营运车辆的快速增长, 营运车辆的增速则慢于我国的汽车保有量增速。数据显示, 2006 年底我国的营运车辆约 803 万辆, 而到 2012 年底, 我国的营运车辆 1340 万辆。营运车辆占比呈现轻微下滑趋势。

图 7: 营运车辆数量 (单位: 辆)

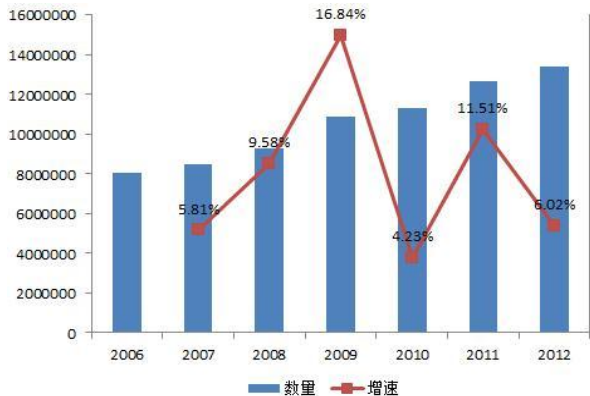
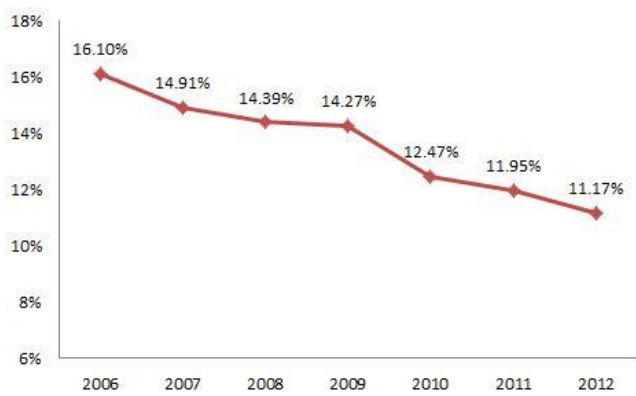


图 8: 营运车辆比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

根据我国车联网所处的发展阶段和政策扶持方向, 营运车辆的车联网将是目前我国车联网领域发展最快、条件最为成熟的一个市场。基于营运车辆的市场需求包括为车辆提供车载终端的硬件设备和为车主提供通讯服务及其他信息服务。

公司的车联网业务目前聚焦于营运车辆。公司的车联网平台是基于北斗卫星/GPS 高精度定位技术和地理信息系统, 集成远程监控、在线诊断、无线通讯、智能传感、数据深入挖掘等技术, 整合了车辆生产企业、运输企业、交通执法、道路救援、金融保险、资讯信息供应商、通讯运营商等多方资源, 实现人、车、企业、平台之间的数据、服务、应用多方合一, 可为各类企业提供监管、监控、调度、安全、救援、交通疏导、应急指挥、执法取证、货运管理、娱乐资讯等各类信息服务的平台供应商。可为车辆运营企业、交管运管理部门、交通执法部门、金融单位及主机厂提供定制化的管理及数据服务。

图 9: 公司基于北斗系统的车联网业务示意图



资料来源: 公司网站

图 10: 公司的车联网全国框架结构



资料来源: 公司网站

公司的车联网全国总框架是由一个由全国信息中心和省, 市各级平台联网构成。

公司借助集团的帮助, 与省级交通管理部门合作, 合资建立公司作为省级车联网的运营平台。目前, 公司北斗车联网业务的市场拓展全面铺开, 未来随着各省的营运车辆纳入管理体系的车辆快速增长, 公司将会成为最大受益者。

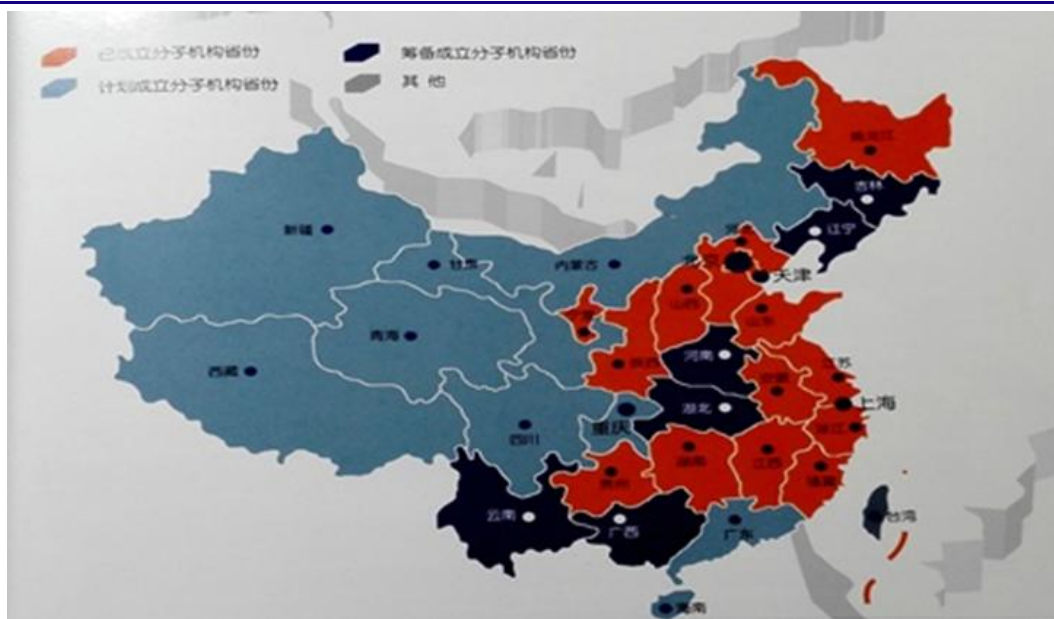
表 4: 公司车联网业务的进展

时间	业务进展	在网车辆数量
2013 年底	实现了江西、宁夏、安徽、浙江、福建、山西、江苏、河北等八个省区的布局，其中，江西公司、福建公司已经注册成立，浙江、山西、宁夏等子公司正在筹建中；完成五个省级运营平台的建设	约 2 万辆
2014 年上半年	又完成黑龙江、湖南、陕西、贵州等省的市场布局	7-8 万辆
2014 年 9 月底	收购山东九通，布局山东	增加 10 万辆，总计达 17-18 万辆
预计到 2014 年底	覆盖省份达 20 个	达 20 万辆
预计到 2015 年底	完成对全国所有省份的覆盖	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

目前国内从事相关业务的公司很少，而且没有同时提供产品和运营的竞争对手。未来产业规模形成后，可能会有新的竞争者加入，但公司如果在未来 1 年左右的时间抢占渠道，抓住先机，未来有能力保持行业最强公司的地位。今后公司将在全国各省建设车联网运营平台和服务网络，面向全国营运车辆提供一站式车联网运营服务，并建设全国车联网数据中心。

图 11: 目前公司的车联网全国布局



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

目前公司和市场的其他上市公司在营运车辆业务上基本没有太大的竞争。今年年初交通部等发布的 5 号文，《道路运输车辆动态监督管理办法》，要求运营车辆纳入管理体系并力争在 2015 年底完成，在政策上给予公司车联网业务很大的东风。目前我国存量汽车在 1.4 亿量以上，按我国现有 1300 万辆运营车辆，每辆每年收运营费 700 元，净利润率 20% 测算，可以预期每年营运车辆这个细分行业收入将超过 90 亿元，利润 18 亿元。目前公司在网车辆占所有营运车

辆比例仅为 1.5%左右，考虑到目前的市场态势及竞争格局，未来公司的空间极大。

目前公司车联网的主要收入来自于两个部分，即终端费用和营运费用。目前相关终端的费用在 1000 元左右，而每年的营运服务费约在 700 元左右，终端费用毛、净利率相对较低，营运费用毛、净利相对高一些。目前公司在网的营运车辆还不足 20 万辆，规模尚小；如果未来公司的在网车辆形成规模效应，车联网业务的收入来源将不仅仅限于营运管理费用和终端费用，将更加多元化，毛、净利率也会较目前的水平继续提高。

公司在运营车辆的车联网领域中优势明显，有望分享行业巨大的蛋糕。未来两年将是公司布局的黄金时期，如果能顺利完成全国布局，并借政策东风实现在网运营车辆的快速增长，公司将在未来业务中占据十分有利的地位，并在行业竞争及谈判中有更为丰富的筹码。2016 年前后将是一个分界点。我们看好公司在车联网领域中的地位、布局及未来发展，预计 2015-2017 年这块业务将迎来爆发性的增长，并看好这块业务中长期的增长潜力。

(二) 工业物联网业务：发展空间较大，未来将保持稳定增长

1. 环保物联网业务：业内领先，未来发展空间大

公司的环保业务主要是 2010 年重大资产重组时注入的航天益来，主要产品是环保监测仪器仪表等。公司以环保物联网的感知层设备为主，通过综合运用传感遥测、网络通信、计算机等先进技术，建设以 CEMS 在线监测为主的多元化、智慧型环保感知网络，对城市的水、气、土壤、噪声、固废、生态等环境实施监测，并且能够实现对重点企业、重点位置废弃物排放进行实时监测和报警，为环保部门及企业提供管理依据，形成对环境监控的网络化、数字化，逐步实现环保监控的“数字环保”、“智能环保”。

图 12: 烟气排放连续监测系统



资料来源：公司网站

图 13: CEMS 运维管理系统



资料来源：公司网站

据中国工控网《2010-2015 年中国环境在线监测仪器仪表市场分析报告》预测，2015 年环境监测仪器仪表市场规模将达到 80 亿元，随着国家未来 2-3 年不断加大对环境监测的投入，环境监测仪器仪表市场将维持 20%以上的增长速度，这将远高于同期经济发展速度。根据赛迪顾问研究显示，预计 2015 年环保行业信息化建设投资规模将达到 30 亿元，增长率达到 30.7%。

公司自行研制废气排放连续监测系统及关键设备和环保水浴式除尘脱硫装置的技术指标

达到国内先进水平,整个系统的技术指标处于行业领先地位。公司将分享行业成长的巨大蛋糕。目前,公司环保物联网的收入体量较小,我们预计此项业务有望保持 15% 以上的增速。

2.石油、地灾物联网业务：市场空间大，未来将平稳增长

公司的石油物联网、地灾监测物联业务主要来自惯性公司。石油物联网是运用自动控制、传感遥测、数字视频、云计算、网络通讯等技术、依托公司自主研发的液位仪系列产品,可以提供油料监控、定量发油、油料配给等油料管理物联网解决方案,可以结合车辆 GPS 对油罐车油量及行驶过程进行实时监控,提高油品运输环节的管理手段和管理水平,提升油库协调管理效率,实现油库自动化作业、安全信息化、信息网络管理化、决策支持智能化,提升油库整体运行能力和综合效益。

图 14: 油料管理物联网解决方案

图 15: 油井自动化原理



资料来源：公司公告

资料来源：公司公告

公司的地灾物联网以自主研发的专业地质灾害监测仪器为基础,运用传感遥测、网络通信等先进技术,为用户提供地质灾害监测预警物联网整体解决方案。通过对岩土地基深部位移、地表相对/绝对位移、岩体倾斜、地声信号、地脉动信号、泥石流次声信号、土压力、孔隙水压力、地下水水位/水温、土壤含水量、降雨量等数据的采集与科学分析,可以实现了对灾变区域的动态监测,可以有效的对崩塌、滑坡、泥石流等地质灾害进行预警预报。公司地灾监测产品具有高可靠性、稳定性、低功耗、野外环境适应性强等技术特点。

图 16: 地灾物联网相关系统

地灾监测预警系统	泥石流超声波检测系统	视频监测系统	区域地质灾害监测系统应用

资料来源：公司网站

根据财政部网站信息，中央财政下拨 2013 年特大型地质灾害防治专项资金 32.76 亿元。国家“十二五”期间，预计中央每年可投入 30 亿元以上的财政拨款用于地质灾害防治，地灾监测物联网市场规模较为可观。目前，公司石油、地灾物联网的收入同样体量较小，我们预计公司未来石油、地灾物联网业务有望保持 10% 以上的增速。

3. 军用物联网业务：符合行业未来发展趋势，将较快增长

公司的军用物联网借助现有的车联网技术、石油物联网技术、RFID 技术、指挥控制应用技术及北斗应用技术、卫星通讯技术等，为国防及军队现代化建设提供军用物联网整体解决方案，为部队、武警、公安等提供军用级别的车辆实时监控系统、油库管理系统、野战指挥通讯系统、战场监控系统等，产品广泛应用于海军、空军、陆军及各军种的后勤部队等。军用物联网目前处于行业发展的初期，未来发展的空间巨大，目前有资质进行军用物联网产品研制生产的企业不多，我们预计公司的军用物联网业务未来几年将保持 25% 以上的增速。

（三）车联网及工业物联网近年发展迅速，未来将爆发性增长

车联网业务未来将是公司战略发展方向之一。近年来，车联网业务收入快速增长，在公司整体收入中占比也迅速增长，已由 2011 年的 8% 左右上升到 2014 年上半年的 12% 以上。预计，在政策的支持下，未来车联网将爆发性增长。在车联网业务带领下，车联网及工业物联网的收入、利润将爆发性增长，在公司整体收入及利润中的占比也将加速增长。车联网及工业物联网业务将是公司未来发展最大的亮点。

图 17：车联网及工业物联网的收入占比趋势

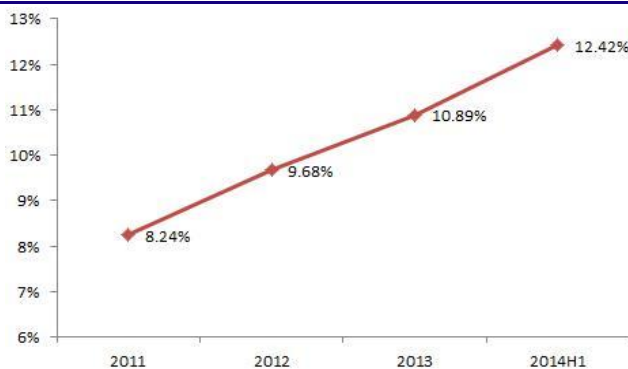
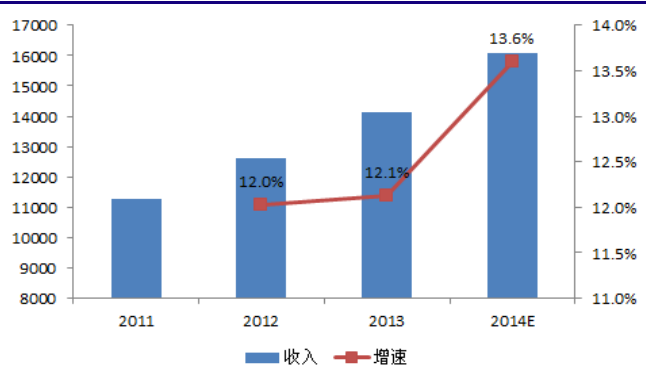


图 18：车联网及工业物联网的收入规模(单位：万元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部整理

预计公司车联网业务未来两年将受到 5 号文的带动，呈现爆发式增长态势。公司有望在 2015 年完成对全国所有省份的覆盖，并在在网车辆数量上再上一个大的台阶。预计公司 2014 年车联网及工业物联网业务收入有望突破 1.6 亿元，并在 2015 年和 2016 年爆发性增长，实现 3.6 亿和 6.6 亿的营收。

三、汽车电子借力车联网，老树开新花

国家近年来先后颁布了《汽车产业发展政策(2009 年修订)》、《汽车产业调整和振兴规划》、《电子信息产业调整和振兴规划》等产业政策，明确支持汽车电子产品的研发和生产，积极发展汽车电子产业，加速在汽车产品、销售物流和生产企业中运用电子信息技术，推动汽车产业

发展。此外，各地也陆续出台了相关文件，对本地汽车工业、汽车零部件行业的发展进行扶持、鼓励。

目前，汽车电子技术已经成为我国汽车产业技术进步和产业升级的关键，外部政策环境的不断优化，为我国汽车电子产业的发展提供了良好的发展机遇。得益于我国汽车行业的快速发展和移动互联网的普及，我国汽车电子市场也同样步入了快速发展通道。汽车电子的市场规模由 2009 年的 1514 亿增长到 2013 年的 3228 亿，预计到 15 年，我国汽车电子的市场规模将突破 4500 亿元。

图 19: 汽车电子的市场规模(单位: 亿元)



资料来源: 互联网, 中国银河证券研究部整理

近年来，我国汽车电子产业基本保持年均 15% 的增长速度，汽车电子产品将向智能化、信息化和网络化方向发展。国家发改委一直将汽车电子作为我国自主汽车工业发展的突破口，而汽车前装导航系统一直是发展重点。发改委在汽车电子和卫星应用两个产业化专项中，分别将车载信息系统和前装导航产品列为重点支持领域。未来 5 年，汽车电子行业会随着我国仪器仪表行业和汽车零部件行业的快速发展及国家重点政策支持而继续扩大产业规模。

尽管目前国内前装市场发展迅速，但是总体体量仍然比较小，相对而言，后装市场仍是现阶段发展最快，放量最快的，这与相对便宜的价格，更多的扩展性有关。保守假设：一个简单的后装产品 1000 元，我国目前汽车保有量 1.4 亿量，按照 25% 的渗透率计算，这块的市场空间也有近 350 亿元。当然，汽车电子这块业务壁垒相对低些，竞争比较激烈，未来的毛利率有下降的可能。

在 2010 年公司重大资产重组以前，公司的汽车电子业务收入和营业利润均均占据半壁江山。资产重组以后，汽车电子尽管占比下降，但是收入基本保持稳定，目前汽车电子业务在公司收入中占比已经下降到 15% 左右，仍然是公司的主要业务之一，毛利率基本保持在不错的水平，是公司利润的来源之一，也是公司名符其实的基础产业，同时也是未来车联网产业的主要产业基础。

图 20: 液晶仪表盘产品



资料来源: 公司公告

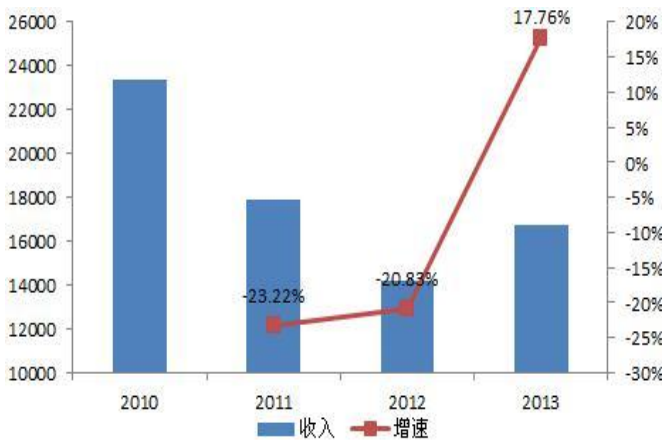
图 21: 行驶记录仪产品



资料来源: 公司公告

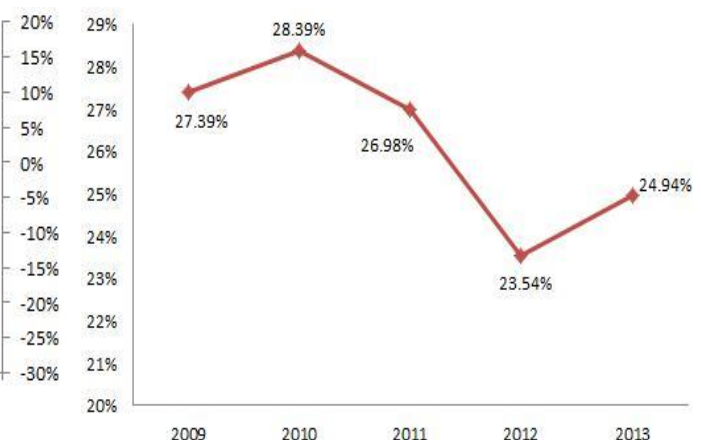
公司是是国内领先的汽车电子产品提供商, 产品覆盖从前装到后装市场的领域, 从组合仪表到车身网络、主动安全系统、电动控制系统, 以及应用领域广泛的车载智能通讯解决方案。目前车载终端市场的营销工作全面铺开, 前装市场已经切入一汽集团, 多款车型实现配套生产, 形成收入; 后装业务以公司北斗车联网项目为主要依托, 积极开展产品研制和批量生产; BCM、中控盒实现了一汽客车、西沃客车、三一重工的产品应用。公司汽车电子的重点客户为一汽轿车、一汽解放、一汽通用、吉利轿车等汽车制造厂家。

图 22: 公司汽车电子业务的收入情况(单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 23: 汽车电子业务的毛利相对比较稳定



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

未来随着车联网业务的推进, 汽车电子业务有望再度腾飞。车联网的发展离不开汽车电子技术的提高, 汽车电子的发展也要得益于车联网的发展。公司的车联网目前定位于营运车辆, 而公司的前装业务早已切入一汽, 并在多个适合营运的车辆上装载, 汽车电子业务发展的环境得天独厚, 未来将有望随着车联网业务的爆发再度腾飞。我们预计公司汽车电子业务 2014 年-2016 年的将继续实现 10% 以上的增速, 分别实现 1.8 亿、2.1 亿和 2.4 亿的营收。

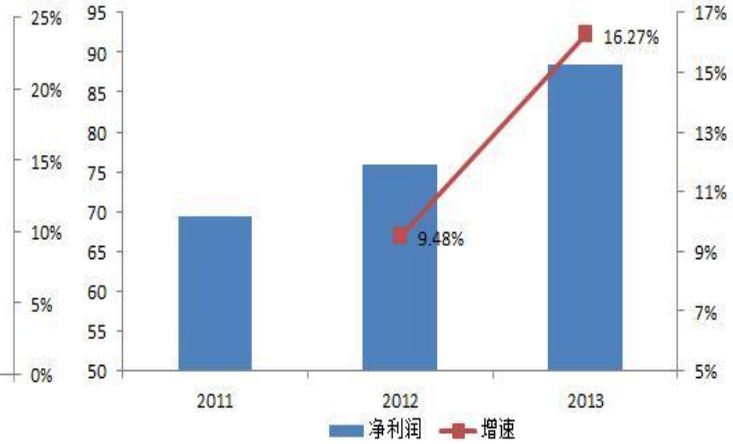
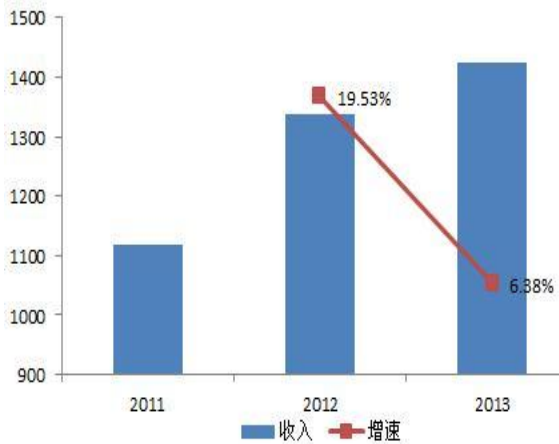
四、航天应用业务将受益于我国航天事业的快速发展

我国航空航天业务这几年发展迅速。近年来航天科工和航天科技两大集团收入都保持较快增长。随着神州系列、天宫系列相继发射升空, 我国航天事业迎来了快速发展。预计未来有更

多的航天设备将发射。目前我国航天产业规模仍然不高，根据目前国家航天产业政策和发展现状，预计未来五年整个航天产业有望持续以 20% 左右的快速增长。

图 24: 航天科工集团近年收入情况(单位: 亿元)

图 25: 航天科工集团近年利润情况(单位: 亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

资料来源: wind, 中国银河证券研究部整理

近几年, 公司的航天业务占比稳定在 23% 以上, 在主营业务的收入占比占据重要的位置。公司的航天应用产品主要三大类: 传感器、专用测试设备和专用电源。

传感器主要是惯性子公司生产。公司在传感器方面专注于加速度计和加速度计组合传感器, 产品广发应用在航天、航空、船舶、兵器等军工领域, 应用产品包括神舟飞船、玉兔号月球登月舱及卫星、导弹、飞机、舰船等各式武器装备, 主要的产品市占率在全国领先。13 年, 加速度计组合圆满完成“嫦娥三号”等航天重大工程任务。

图 26: 石英挠性加速度计

图 27: 专用电源



资料来源: 公司公告

资料来源: 公司公告

面向航天、航空、船舶、兵器、电子及工业控制领域测控, 公司专用测控设备已经形成了 3 个系列 9 类基本型产品, 涵盖了各类惯性导航控制系统, 组合导航系统、惯性测量装置、自动驾驶仪、舵系统、高度系统、导航计算机、加速度计、陀螺仪、专用电路、专用电源等控制系统产品的测试控制。

专用电源主要专用电源产品主要为满足军用环境及特殊要求而设计研制, 公司先后开发了

为平台惯性导航系统、捷联惯性导航系统及驾驶仪供电的专用电源，形成了交流、高压、直流、综合、模块电源等多种系列几十余种产品规格，同时以此技术为依托，开发了大量的为地面设备配套的电源。这些产品经历了各类重大试验的考核，已形成了批量，性能优良。

公司的航天产品收入主要来自航天科工惯性技术公司、航天时空科技公司、航天益来公司及母公司。

图 28: 公司航天业务近几年的收入情况 (单位: 万元)

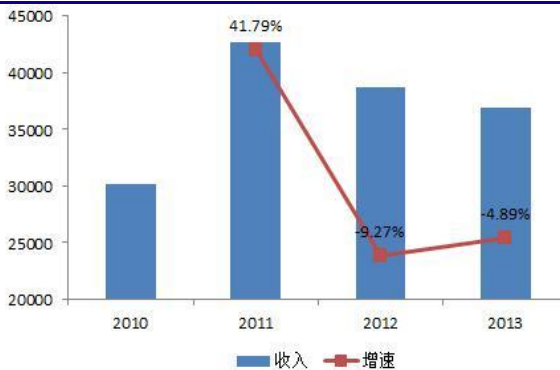
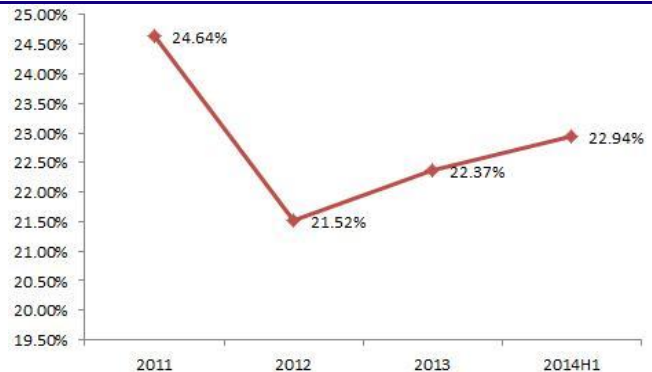


图 29: 公司航天业务的毛利率趋势



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

在公司 2010 年完成对惯性、时空及机电的重大资产重组后, 2010 年起, 几个公司收入并表, 航天应用产品收入相对比较稳定, 并且在公司收入中占据重要地位。如图所示, 近几年收入都在 3 亿元以上, 毛利率也稳定在 22% 左右。随着我国航天事业的发展, 公司航天产品收入有望继续快速增长。我们预计航天业务未来将继续保持 10% 以上的增速, 2014-2016 年公司航天业务将实现 4 亿、4.5 亿和 5 亿的营业收入。

五、公司的其他业务

(一) 电力设备: 公司主要收入来源之一, 未来将稳定增长

随着固定资产投资和电力需求的加速增长、电网投资的加快、“西电东送、南北互供、全国联网”项目的开展以及“十二五”相关重点工程的实施, 电力设备将面临良好的发展机遇和前所未有的发展空间。根据“十二五”规划相关原则, 对具有先进性、稳定性、可靠性的输配电设备的需求将持续增长, 同时新能源的飞速发展, 也会增加市场对公司电能质量改善类产品等的需求, 公司电力设备业务面临良好的市场前景和机遇。

经过两次资产注入, 目前电力设备对公司的收入也有较大的贡献。公司电力设备的收入主要来自于两部分: 一部分是 2010 年重大资产重组时注入的北京航天海鹰星航机电设备有限公司; 另一部分来自于 2012 年收购的北京华天机电研究所有限公司。

航天海鹰星航机电目前是公司全资子公司; 主营以高低压配电成套设备为主, 高、低压配电柜、开关柜是公司的主要产品。华天机电, 公司持股 97.8%, 主营主要产品有: 冲击电压发生器成套试验设备、冲击电流发生器成套试验设备、高压直流发生器成套试验设备、变压器试验站工程等。专业从事冲击电压发生器成套试验设备领域的研究开发、生产制造。

图 30: 华天机电公司的冲击电压发生器



资料来源: 公司公告

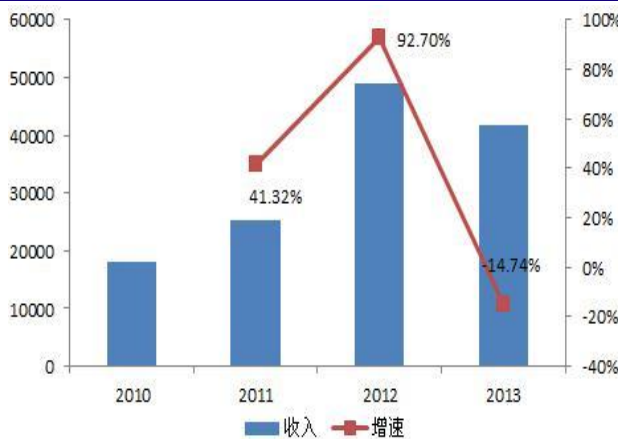
图 31: 航天海鹰公司的配电柜



资料来源: 公司公告

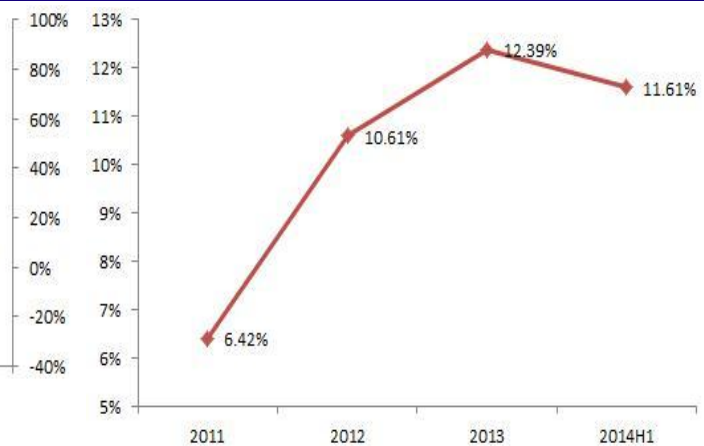
公司在注入华天机电后, 收入体量接近翻倍, 而且华天机电的高毛利更使盈利能力大幅提升。预计未来公司电力设备业务收入将稳步增长, 毛利率保持稳定。年内收入有望突破 5 亿元大关, 并实现 6000 万以上的毛利, 2000 万元以上的净利润, 未来几年有望保持 10% 左右增速。预计 2014-2016 年公司电力设备业务分别实现营收 5 亿、5.5 亿和 5.8 亿元。

图 32: 电力设备业务的收入及增速 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

图 33: 电力设备业务的毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

(二) 石油仪器设备: 收入将保持稳定

公司石油仪器设备业务的收入主要来自于 10 年资产重组时注入的航天科工惯性公司, 航天时空科技也有一小部分贡献。公司石油仪器设备产品主要为钻井测斜仪器、磁致伸缩液位仪、定量发油控制装置等。

图 34: 测斜仪

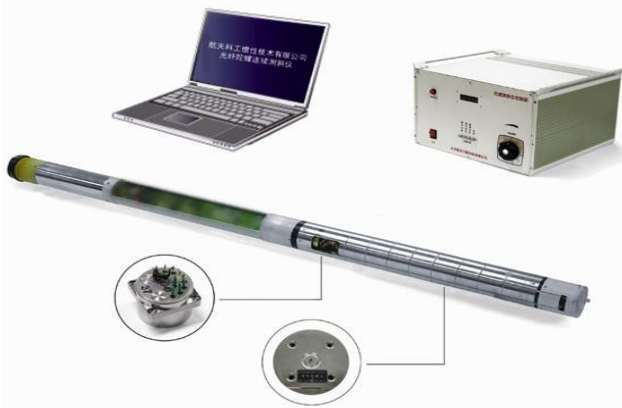
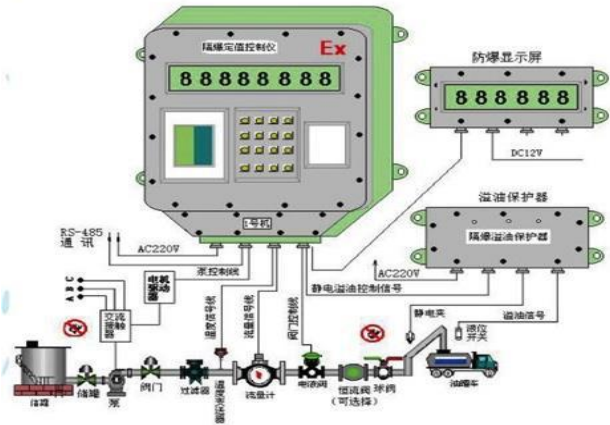


图 35: 定量发控油装置



资料来源: 公司公告

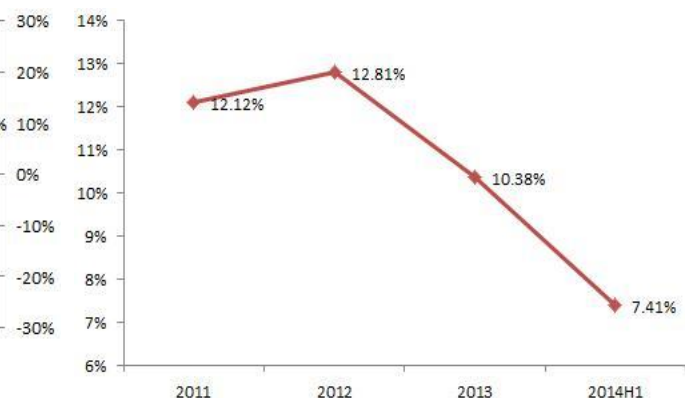
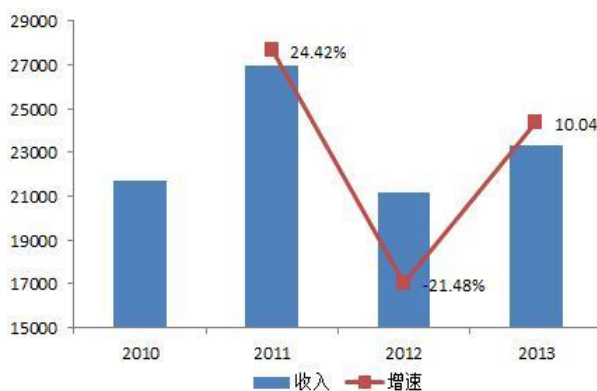
资料来源: 公司公告

石油仪器设备业务应用于油田服务业,与油服行业的景气度高度相关。近几年,我国的油服行业高速发展,未来在我国能源巨大需求的大背景下,油服行业仍将维持高速增长态势。随着石油石化行业的发展以及高速公路网的建设投入,石油仪器设备产品的市场需求也将保持不断增长,市场前景广阔。而公司的石油仪器设备将明显受益于油服行业的高景气。

石油仪器设备并不是公司未来的战略发展方向,公司石油仪器设备业务自 10 年重组以来一直贡献着较为稳定的收入,每年都贡献了 2 亿以上的营业收入。我们预计 2014 年公司石油设备业务收入有望超过 2.5 亿。不过石油仪器设备业务的毛利率有所下降,影响了盈利能力。目前石油仪器设备业务占公司营收 15% 以上。未来,随着公司主业继续明晰,石油仪器设备业务的收入占比会继续下降。

图 36: 公司的石油仪器设备收入及增速 (单位: 万元)

图 37: 石油仪器设备业务的毛利率情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

六、控股股东实力雄厚,旗下众多优良资产

公司的控股股东航天科工集团飞航技术研究院(三院),三院的主要业务是飞航导弹、惯控产品、改装车、汽车电子等。公司的实际控制人是中国航天科工集团。

表 6: 三院、公司的 13 年的财务指标及对比

单位: 亿元	2013 年度		
	航天科工三院	航天科技	体外资产倍数
总资产	330.14	16.22	19.35
归属于母公司所有者权益	160.17	8.35	18.18
营业收入	242.76	13.26	17.31
归属于母公司所有者净利润	15.93	0.48	32.19

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部整理

三院下属有 10 个研究所, 且盈利能力较好。目前仅原自动化控制研究所、特种机械研究所的部分资产注入了上市公司。在十八大全面深化改革的大背景下, 军工企业和科研院所改革是新一轮军工体制改革的关键。

2014 年以来国防科工局成立了全面深化国防科技工业改革领导小组, 对改革工作进行统一部署。2014 年 10 月, 国防科工局组织召开会议, 与会者就《国防科技工业全面深化改革总体方案(征求意见稿)》和《关于推进国防科技工业军民融合深度发展的若干政策措施建议(征求意见稿)》发表意见建议。目前, 国防科工局在加快推进全面深化改革, 研究所改制政策预计将在 2015 年落实, 军工集团的研究所资产整合也将展开。

公司作为航天三院旗下唯一上市公司, 未来受益于资产注入的可能性很大。我们预计未来三院会继续将其优质资产注入公司, 对公司的资产和盈利将有很大提升。

七、盈利预测及估值

(一) 未来三年盈利预测及其假设条件

1. 车联网是公司的战略发展方向, 角色将越来越重要

公司车联网布局进展顺利, 预计年底有望达到 20 个省, 在网车辆 2015 年有望完成对全国所有省份的覆盖。我们预计公司车联网及工业物联网业务在 2014 年取得 1.6 亿左右营收, 并在 2015 年和 2016 年爆发性增长, 实现 3.6 亿和 6.6 亿的营收。

2. 航天产品营收保持高速增长, 贡献稳定利润

公司在航天产品领域有深厚的积淀和技术积累, 在国家大力发展航天事业相关政策的支持下, 航天业务还将保持高速增长态势, 并继续为公司贡献稳定的利润。预计航天业务未来将继续保持 10% 以上增速, 2014-2016 年航天业务将实现 4 亿、4.5 亿和 5 亿的营业收入。

3. 汽车电子仪表是公司的基础产业, 未来将借力车联网业务再次腾飞

我们预计公司汽车电子业务也将随车联网的发展而再次高速发展。公司前两年汽车电子业务有所波动, 预计 14 年-16 年的将继续实现 10% 以上的增速, 分别实现 1.8 亿、2.1 亿和 2.4 亿的营收。

4. 石油岩土产品收入保持稳定, 毛利率下滑

石油仪器产品在公司的营收占比逐渐下滑, 且毛利率也呈下滑趋势。预计这块业务未来将

保持稳定，14-16 年预计实现 2.7 亿、2.9 亿、3.1 亿的营收。

5. 电力设备业务的营收及利润保持平稳

近几年，电力设备在公司的营收和利润占比较高且较为稳定。华天机电的注入使得公司电力设备的业务实力进一步增强。预计今年此项业务有望突破 5 亿，未来有望保持 10% 左右增速。预计 14-16 年此项业务分别实现营收 5 亿、5.5 亿和 5.8 亿元。

表 7: 分产品收入预测

单位: 人民币, 百万	2013A	2014E	2015E	2016E
营收合计	132762.6	151065	185955	226240
yoy		13.79%	23.10%	21.66%
营业成本	109384.8	126443.5	154714.5	185360
yoy		15.60%	22.36%	19.81%
汽车电子仪表				
收入	16719.64	18000	21000	24000
yoy		7.66%	16.67%	14.29%
成本	12549.89	13500	15960	18480
毛利率(%)	24.94%	25.00%	24.00%	23.00%
航天产品				
收入	36859.69	40000	45000	50000
yoy		8.52%	12.50%	11.11%
成本	28612.64	31200	35100	39000
毛利率(%)	22.37%	22.00%	22.00%	22.00%
电力设备				
收入	41740.55	50000	55000	58000
yoy		19.79%	10.00%	5.45%
成本	36569.4	44500	48950	51620
毛利率(%)	12.39%	11.00%	11.00%	11.00%
石油仪器				
收入	23300.69	27000	29000	31000
yoy		15.88%	7.41%	6.90%
成本	20881.74	24570	26680	28830
毛利率(%)	10.38%	9.00%	8.00%	7.00%
车联网及工业物联网				
收入	14141.98	16065	35955	63240
yoy		13.60%	123.81%	75.89%
成本	10771.13	12673.5	28024.5	47430
毛利率(%)	23.84%	21.11%	22.06%	25.00%

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理

表 8: 营收、净利润预测

指标	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入 (单位: 万元)	132762.6	151065	185955	226240
yoy		13.79%	23.10%	21.66%
归属净利润 (单位: 万元)	4767.2	4985.145	7438.2	11312
yoy		4.57%	49.21%	52.08%
摊薄 EPS	0.15	0.15	0.23	0.35

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理

(二) 估值比较及投资评级

与军工行业及车联网上市公司进行比较, 公司的市盈率处于偏高水平。不过考虑到公司市值较小, 未来如果整合三院的大规模优质资产, 外延式增长空间很大, 投资价值仍将有较大上升空间, 给予“谨慎推荐”评级。

表 9: 部分车联网业务上市公司估值情况

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE
002446.SZ	盛路通信	29.81	0.28	0.59	0.86	107.89	50.41	34.68
002373.SZ	千方科技	32.25	0.51	0.70	0.92	62.65	46.28	34.93
002642.SZ	荣之联	26.76	0.39	0.55	0.84	68.95	48.70	31.85
300209.SZ	天泽信息	20.95	0.22	0.38	0.54	97.44	55.53	38.47
002232.SZ	启明信息	10.03	0.02	0.04	0.06	455.91	241.11	178.47
000901.SZ	航天科技	32.78	0.15	0.23	0.34	218.53	142.52	96.41

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理

注: 除航天科技外, 其他公司盈利预测采用的是 wind 一致预期

表 10: 部分军工行业上市公司及估值情况

代码	公司名称	股价	14EPS	15EPS	16EPS	14PE	15PE	16PE
600562.SH	国睿科技	52.91	0.57	0.78	1.02	93.02	67.74	51.93
600990.SH	四创电子	59.9	0.67	0.89	1.20	89.59	67.60	49.98
600879.SH	航天电子	15.15	0.32	0.38	0.46	47.33	40.35	32.69
601989.SH	中国重工	9.31	0.19	0.24	0.27	49.95	39.40	34.14
000748.SZ	长城信息	37.51	0.36	0.51	0.68	104.40	73.42	55.17
600893.SH	航空动力	28.83	0.50	0.62	0.77	57.87	46.49	37.23
000768.SZ	中航飞机	18.15	0.17	0.23	0.31	107.78	77.23	59.20
600118.SH	中国卫星	31	0.29	0.35	0.39	107.90	88.50	80.02
000801.SZ	四川九洲	16.25	0.20	0.30	0.49	81.25	54.17	33.16
600343.SH	航天动力	17.77	0.12	0.12	0.16	153.32	147.22	113.40
000901.SZ	航天科技	32.78	0.15	0.23	0.34	218.53	142.52	96.41

资料来源: 公司公告, wind, 中国银河证券研究部整理

插图目录

图 1:近年各项业务营收比例	3
图 2:近年各项业务利润比例	3
图 3:车联网原理示意图	5
图 4: 我国的汽车保有量 (单位: 辆)	6
图 5: 车联网渗透率	6
图 6: 我国车联网的市场规模 (单位: 亿元)	6
图 7: 营运车辆数量 (单位: 辆)	8
图 8: 营运车辆比例	8
图 9: 公司基于北斗系统的车联网业务示意图	8
图 10: 公司的车联网全国框架结构	8
图 11: 目前公司的车联网全国布局	9
图 12: 烟气排放连续监测系统	10
图 13: CEMS 运维管理系统	10
图 14: 油料管理物联网解决方案	11
图 15: 油井自动化原理	11
图 16: 地灾物联网相关系统	11
图 17: 车联网及工业物联网的收入占比趋势	12
图 18: 车联网及工业物联网的收入规模(单位: 万元)	12
图 19: 汽车电子的市场规模(单位: 亿元)	13
图 20: 液晶仪表盘产品	14
图 21: 行驶记录仪产品	14
图 22: 公司汽车电子业务的收入情况(单位: 亿元)	14
图 23: 汽车电子业务的毛利相对比较稳定	14
图 24: 航天科工集团近年收入情况(单位: 亿元)	15
图 25: 航天科工集团近年利润情况(单位: 亿元)	15
图 26: 石英挠性加速度计	15
图 27: 专用电源	15
图 28: 公司航天业务近几年的收入情况 (单位: 万元)	16
图 29: 公司航天业务的毛利率趋势	16
图 30: 华天机电公司的冲击电压发生器	17
图 31: 航天海鹰公司的配电柜	17
图 32: 电力设备业务的收入及增速 (单位: 万元)	17
图 33: 电力设备业务的毛利率情况	17
图 34: 测斜仪	18
图 35: 定量发控油装置	18
图 36: 公司的石油仪器设备收入及增速 (单位: 万元)	18
图 37: 石油仪器设备业务的毛利率情况	18
图 38: 三院的下属单位结构图	19

表格目录

表 1: 公司母公司及部分下属公司主营业务及 13 年经营情况	4
表 2: 车联网产业链现状及代表厂商	5
表 3: 车联网相关政策	7
表 4: 公司车联网业务的进展	9
表 5: 航天科工集团近三年的财务数据	19
表 6: 三院、公司的 13 年的财务指标及对比	20
表 7: 分产品收入预测	21
表 8: 营收、净利润预测	22
表 9: 部分车联网业务上市公司估值情况	22
表 10: 部分军工行业上市公司及估值情况	22

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鞠厚林，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：航空动力（600893.SH）、中国卫星（600118.SH）、中航电子（600372.SH）、中航重机（600765.SH）、中航飞机（000768.SZ）、中航精机（002013.SZ）、航天电子（600879.SH）、航天科技（000901.SZ）、中航光电（002179.SZ）、光电股份（600184.SH）、国睿科技（600562.SH）、航天通信（600677.SH）、中国重工（601989.SH）、风帆股份（600482.SH）、成飞集成（002190.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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。银河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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

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

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn