

买入 维持
海隆软件 (002195)

2014年12月31日

股票价格

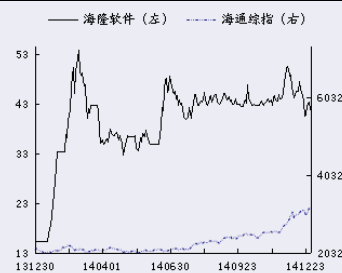
12月30日收盘价	42.78元
6个月内目标价	50.22元
52周内股价波动	17.34-56.73元

主要估值指标

	2013	2014E	2015E
市盈率	507.3	143.3	48.2
市净率	33.2	10.6	9.1
PEG	2.3	0.6	0.2

股本结构

总股本 (万股)	34869
流通 A 股 (万股)	5872
B 股/H 股 (万股)	0/0

市场表现


资料来源: 海通证券研究所

相关研究

海隆软件 (002195) 三季报点评: 2345 全年盈利将大超预期承诺, 移动互联网业务开始起步 (买入, 维持)
海隆软件 (002195) 半年报点评: 主营业务复苏明显, 移动互联网战略或将逐渐清晰 (买入, 维持)

 计算机行业核心分析师
陈美凤

 SAC 执业证书编号:
S0850511020002
电话: 021-23219409
Email: chenmf@htsec.com

 计算机行业高级分析师
蒋科

 SAC 执业证书编号:
S0850512070002
电话: 021-23219474
Email: jiangk@htsec.com

流量入口平台公司, 2015 移动互联业务有望突破

公司通过收购 2345 进入互联网行业, 成为 A 股唯一的互联网入口平台公司。目前公司全力向互联网转型, 并重点布局移动互联网业务, 预计 2015 年有望实现突破。

主要财务数据及预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润增长率 (%)	2.09	-55.57	254.01	197.21	34.33
主营业务利润增长率 (%)	1.06	-14.24	182.90	157.82	17.54
净资产收益率 (%)	15.01	6.55	7.39	18.87	21.29
每股经营性现金流 (元)	0.18	0.13	0.28	1.23	1.34
每股收益 (元)	0.19	0.08	0.30	0.89	1.19

资料来源: 公司年报 (2012-2013), 海通证券研究所

- **维持“买入”评级。**我们预测公司 2014 年-2016 年的 EPS 分别为 0.30 元、0.89 元和 1.19 元。由于互联网业务具有较强的爆发性和难以预测性, 我们采用分部估值法对公司进行估值, 综合考虑公司软件外包业务和互联网业务的合理价值, 在暂不考虑移动互联网业务贡献的情况下, 我们认为公司整体合理市值应为 175.5 亿元, 每股合理价值为 50.22 元, 对应 2015 年约 56 倍 PE, 维持“买入”投资评级。
- **移动互联网崛起, PC 端流量价值提升。**智能手机出货量和手机网民数量的迅速膨胀推动了移动互联网经济规模的爆炸式增长。据艾瑞咨询研究, 2014 年前三季度中国移动互联网经济规模已达 1304 亿元, 保持 79.9% 的高速增长。而 PC 互联网渗透率增长高峰已过, 但流量入口趋于垄断, 从而大大提升了 PC 端的流量价值。2013 年百度和阿里的外部流量购买成本分别同比增长 92.7% 和 66.7%。
- **公司转型互联网入口平台, 流量分发议价能力不断提升。**公司收购的 2345 是国内互联网入口平台运营的领先企业, 现在月活跃用户数已达 6790 万, 位列行业第三。2345 目前是百度联盟最大的合作伙伴, 对百度的议价能力逐年提升, 分成比例由 2010 年的 30% 提升至 2013 年的 45%, 未来有进一步提升的可能。
- **独特线下推广模式壁垒较高, 移动互联产品具快速放量基础。**2345 采取第三方代理推广和技术员联盟推广相结合的方式, 已累计发展 300 多万名技术员, 线下推广模式较为独特, 流量获取成本低且壁垒较高。从 2014 年开始, 2345 积极布局移动互联网业务, 用户购买手机时线下渠道仍占绝对优势, 若成功建立手机领域的线下推广联盟, 则其移动互联产品将有望迅速放量。
- **软件外包业务有望复苏。**公司拟将软件外包服务业务全部注入新设立的子公司——上海海隆软件科技有限公司。历史上软件外包业务经营较为稳健, 近两年受日元汇率下跌影响导致业绩波动, 考虑到日元汇率走势有望企稳, 同时公司主要大客户未来有加大 IT 投入的可能, 我们认为未来对日软件外包业务有望逐步复苏。
- **主要不确定因素。**(1) 互联网业务竞争加剧的风险; (2) 移动互联网业务推进滞后的风险; (3) 人力成本上升的风险; (4) 汇率波动的风险。

目 录

1. 公司简介.....	5
1.1 股东结构：董事长显著增强对公司控制力.....	5
1.2 业务结构：高端软件外包服务与互联网信息服务并行.....	5
2. 互联网行业：PC 互联网渗透率增速将放缓，但流量价值在不断提升；移动互联网快速崛起.....	7
2.1 互联网概况：网络渗透率增速将放缓，但上网时长与流量仍快速增长.....	7
2.2 移动互联网快速崛起，入口较为分散，短期面临流量变现难题.....	8
2.3 网址导航行业：竞争格局趋于稳定，流量价值不断提升.....	11
3. 海隆软件：互联网入口级公司，移动互联业务稳步推进.....	12
3.1 互联网入口平台公司，核心团队具优秀互联网基因.....	12
3.2 线下推广渠道壁垒较高，移动互联产品具快速放量基础.....	14
3.3 软件外包业务提供稳定现金流，有望逐步复苏.....	15
3.4 盈利能力分析.....	16
4. 盈利预测.....	19
5. 估值与投资建议.....	20
5.1 分部估值与整体估值.....	20
5.2 投资建议.....	21
6. 风险提示.....	21
财务报表分析和预测.....	22

图目录

图 1 公司主要业务结构.....	6
图 2 公司新收购子公司 2345 的经营模式.....	6
图 3 中国互联网渗透率：增长高峰已过，短期继续大幅提升可能性较小	7
图 4 农村地区低学历非网民上网意愿极低.....	7
图 5 城镇地区低学历非网民上网意愿极低.....	7
图 6 网民上网时长快速增加	8
图 7 中国网络经济规模仍将保持较快增长.....	8
图 8 手机网民占比已超过 80%.....	8
图 9 中国移动互联网经济规模增长迅猛	9
图 10 网民上网设备逐渐向手机迁移	9
图 11 未来五年全球 IP 流量 CAGR 将达 21%.....	9
图 12 非 PC 设备将成为流量增长主要来源	9
图 13 移动互联网入口较为分散.....	10
图 14 移动互联网流量价值较小的主要原因	10
图 15 中国网址导航市场发展历程.....	11
图 16 2014 年 10 月主要网址导航网站月活跃用户数（万人）	12
图 17 国内主流渠道 CPC 价格.....	12
图 18 2345 PC 端产品布局	13
图 19 2345 内页频道访问量占比仍较低（2014.11）	14
图 20 2345 移动端产品布局	15
图 21 手机网民购买渠道：线下销售占绝对优势（2013）	15
图 22 软件外包业务毛利率情况.....	16
图 23 软件外包分业务毛利率变化情况.....	16
图 24 2345 互联网服务分项收入情况	17

图 25 2345 与可比公司毛利率情况	17
图 26 公司软件外包业务期间费用率保持稳定	17
图 27 软件外包销售管理费用率高于可比公司均值	17
图 28 2345 销售费用率小幅下降	18
图 29 2345 销售管理费用率保持稳定	18

表目录

表 1 海隆软件前十大股东持股情况	5
表 2 日本互联网广告价格情况.....	10
表 3 2345 对百度议价能力逐年提升	13
表 4 公司软件外包销售净利率高于可比公司均值.....	18
表 5 2345 净利率情况	18
表 6 软件外包业务利润表预测（2014-2016）	19
表 7 软件外包可比公司估值	20
表 8 平均每用户价值	21

1. 公司简介

海隆软件成立于 1989 年，是国内对日软件外包领域的领先企业，于 2007 年 12 月在深圳中小企业板上市。2014 年 9 月，海隆软件完成对上海二三四五网络科技有限公司（以下简称 2345）的并购。

1.1 股东结构：董事长显著增强对公司控制力

海隆软件目前总股本约为 3.5 亿股，流通股本为 5872 万股。其中公司董事长包叔平直接持有 2763 万股，占公司总股本的 7.91%，实际可控制公司总计 30.93% 的股权，是公司的实际控制人。

2014 年上半年，包叔平以 15.06 元/股要约收购欧姆龙和慧盛创业合计持有的约 2335 万股股票，要约收购完成后包叔平控制公司约 47.42% 的股权（收购 2345 前），而此次公司通过重大资产重组收购 2345 后，总股本扩大到 3.5 亿股，包叔平实际控制的公司股权约为 30.93%。

表 1 海隆软件前十大股东持股情况

股东名称	股东性质	持股总数（万股）	持股比例（%）
浙富控股	境内非国有法人	5741	16.43
曲水信佳	境内非国有法人	5434	15.55
庞升东	境内自然人	3722	10.65
张淑霞	境内自然人	2838	8.12
包叔平	境内自然人	2763	7.91
秦海丽	境内自然人	2463	7.05
吉隆瑞科	境内非国有法人	1678	4.80
孙毅	境内自然人	971	2.78
上海古德	境内非国有法人	933	2.67
上海瑞度	境内非国有法人	375	1.07
合计	-	26918	77.03

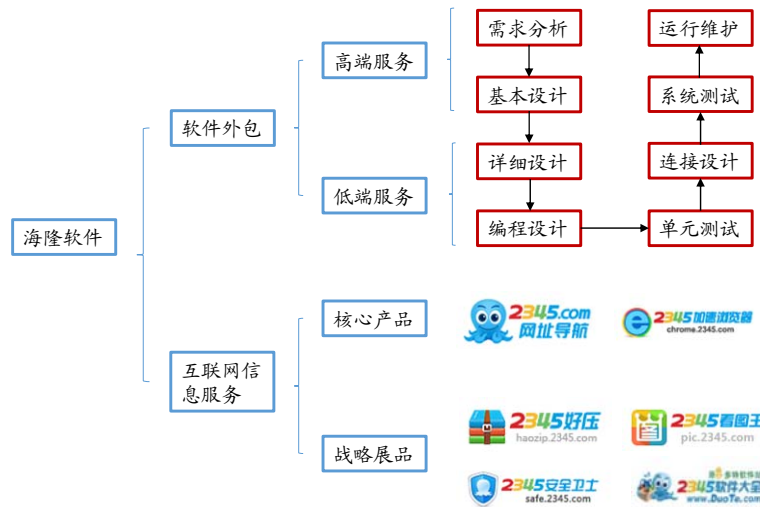
资料来源：公司 2014 年三季报，海通证券研究所

目前海隆软件共有 6 家控股子公司，分别为日本海隆、江苏海隆、上海华钟、海隆宜通、海隆软件科技和 2345。其中前 3 家子公司主要从事软件外包和系统集成业务，海隆宜通从事移动互联网业务，这 4 家子公司净利润规模均较小，对公司整体影响均不足 10%；海隆软件科技刚刚完成注册，尚未开展业务，该子公司将成为公司未来从事软件外包服务的主体，体现了公司整体业务向互联网转型的决心；而 2345 2013 年的净利润为 1.12 亿元，约为海隆软件 2013 年净利润的 386%，未来将是公司主要的收入和盈利来源之一。

1.2 业务结构：高端软件外包服务与互联网信息服务并行

海隆软件主营业务分为两块：第一块是对日软件外包，主要为客户提供详细设计、编程设计、单元测试、连接设计等低端服务和提供基本设计、需求分析、系统测试与运行维护等部分高端服务，覆盖金融、制造、电子商务、流通等诸多行业；第二块则是正在布局的互联网业务，成功收购 2345 标志着公司正式以网址导航为切入点开始向互联网信息服务转型。2345 旗下产品包括网站接入（2345 网址导航等）、电脑软件（2345 浏览器、手机助手、看图软件、输入法、安全卫士等）、以及手机软件（2345 手机助手、手机浏览器、手机阅读软件等），拥有 PC 端和移动端用户接入的完整用户生态体系。

图 1 公司主要业务结构



资料来源：公司招股说明书，2014 年 7 月发行股份收购资产公告，海通证券研究所

2345 的经营模式是以免费网址导航服务积累用户数，再对用户进行网页、搜索引擎导流和软件推广，最终向客户收取服务费的方式进行流量变现。网址导航的便捷性和公司独特的网站架构会使上网者产生固定消费习惯，从而拥有较高用户黏度；而随着上网普及率、时长的增长以及移动互联的普及，作为上网入口的网址导航还具备日常消费属性，让用户形成品牌依赖。2345 通过不断完善其免费导航服务、把握用户体验需求（比如通过文字链接而不是影响用户体验的弹窗广告等）建立了一定品牌优势，并积累了大量用户数，为公司盈利打下基础。之后公司基于大量用户基础，通过两种付费增值服务方式将流量转变为收入：一是搜索引擎分流服务收入，公司通过在网址导航页面放置搜索框为搜索引擎进行推广、提供分流服务，从而向搜索引擎运营商收取服务费；二是网站推广与营销服务收入，公司通过在网址导航页面放置各类网站和软件的文字或图片链接，为这些网站进行推广，从而根据推广效果向这些网站和软件收取相应服务费。

图 2 公司新收购子公司 2345 的经营模式



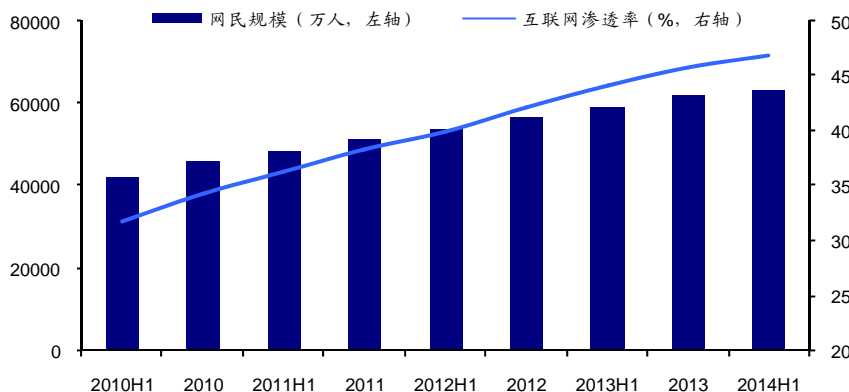
资料来源：海隆软件 2014 年 7 月发行股份购买资产公告，海通证券研究所

2. 互联网行业：PC互联网渗透率增速将放缓，但流量价值在不断提升；移动互联网快速崛起

2.1 互联网概况：网络渗透率增速将放缓，但上网时长与流量仍快速增长

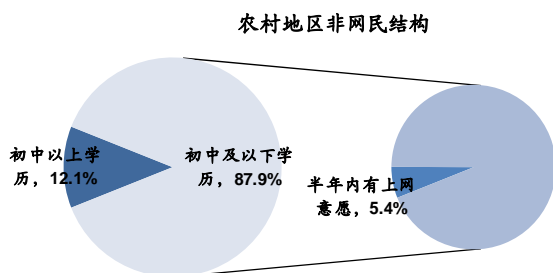
中国从 1994 年开始正式接入互联网，经过 20 年的高速发展，网民规模总数已达到 6.3 亿人，互联网渗透率为 46.9%，网民数量已占全世界网民数量的 23.3%，位居世界第一。根据 CNNIC 的调查，目前我国农村和城镇地区，非网民均主要由初中及以下学历的低学历人群构成，而这些主流非网民群体在未来半年内的上网意愿均很低（农村地区未来半年有上网意愿的比例为 5.4%，城镇地区则为 6.2%，参见图 4 和图 5）。虽然我国互联网渗透率与美国相比仍有较大差距（根据 Pew Internet 的研究，美国 2013 年互联网渗透率为 82.3%。），但由于主流非网民群体的受教育程度较低，上网意愿较弱，我们预计非网民向网民的转化速度将显著放缓，从而导致互联网渗透率短期内难以继续快速提升。

图 3 中国互联网渗透率：增长高峰已过，短期继续大幅提升可能性较小



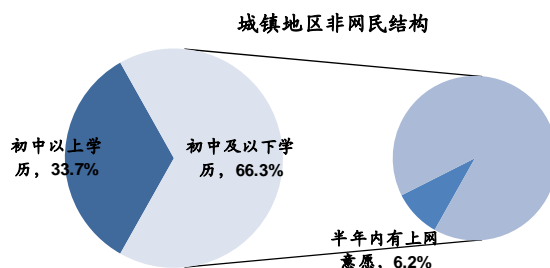
资料来源：CNNIC，海通证券研究所

图 4 农村地区低学历非网民上网意愿极低



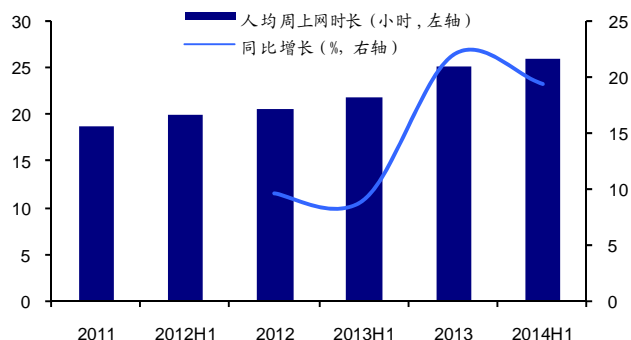
资料来源：CNNIC，海通证券研究所

图 5 城镇地区低学历非网民上网意愿极低

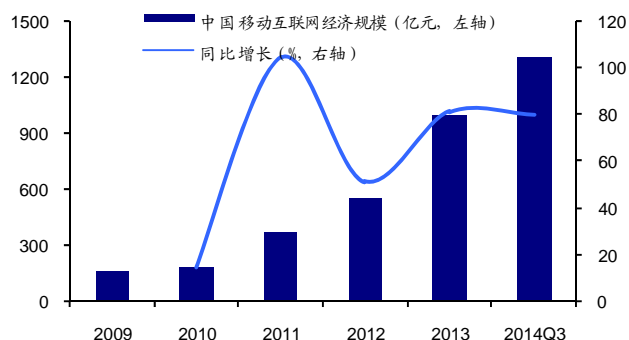


资料来源：CNNIC，海通证券研究所

虽然互联网渗透率增速将放缓，但网民对互联网的依赖程度却不断增加，平均上网时间出现快速上升。根据 CNNIC 的调查，中国网民的人均周上网时长已从 2011 年的 18.7 小时/周增加到 2014H1 的 25.9 小时/周，近期保持了约 20% 的增速，也带动了中国网络经济的持续快速增长。根据前瞻产业研究院的研究，2013 年中国网络经济达到 5579 亿元，同比增长 44.9%，未来三年仍将保持近 35% 的年均复合增长率。

图 6 网民上网时长快速增加


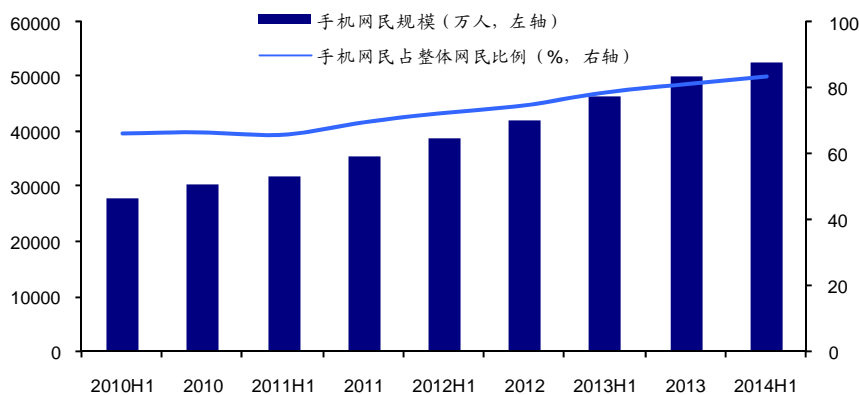
资料来源：CNNIC，海通证券研究所

图 7 中国网络经济规模仍将保持较快增长


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

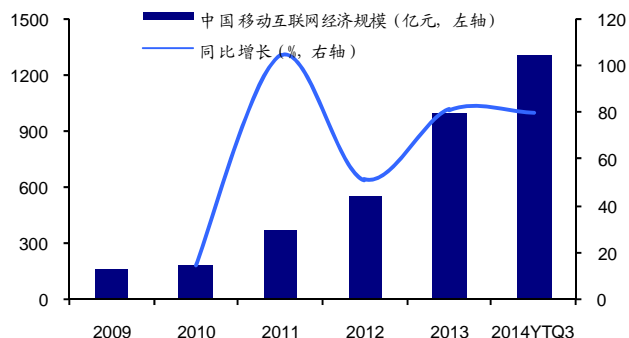
2.2 移动互联网快速崛起，入口较为分散，短期面临流量变现难题

受益于中低端智能手机功能的快速提升和价格的迅速平民化，我国手机网民数量持续上升。根据 CNNIC 的统计，2014 年上半年我国手机网民总数约为 5.3 亿，在全体网民中的占比已超过 83.4%（参见图 8），手机网民数量首次超过 PC 网民，成为移动互联网快速崛起的标志性事件。CNNIC 的数据同时显示，网民上网设备逐步向手机迁移，2014 年上半年，使用传统 PC 上网的网民比例从 2013 年的 81.7% 下降到 80.9%，而使用手机上网的比例则从 81.0% 上升至 83.4%（参见图 10）。

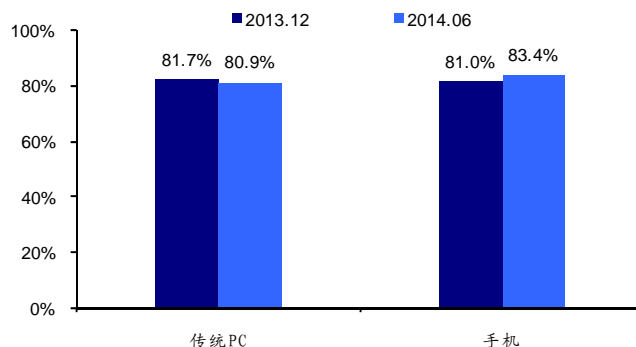
图 8 手机网民占比已超过 80%


资料来源：CNNIC，海通证券研究所

智能手机出货量的不断增加以及手机网民数量的迅速膨胀，直接推动了移动互联网经济规模的爆炸式增长。根据艾瑞咨询的研究，2013 年中国移动互联网经济规模为 994 亿元，同比增长 80.9%；2014 年前三季度已经达到 1304 亿元，继续保持 79.9% 的高速增长（参见图 9）。

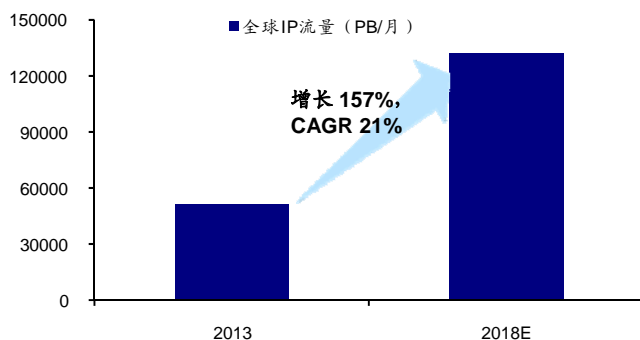
图 9 中国移动互联网经济规模增长迅猛


资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

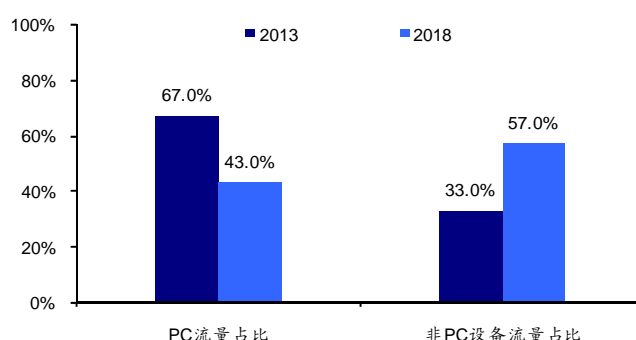
图 10 网民上网设备逐渐向手机迁移


资料来源：CNNIC，海通证券研究所

除用户数量增加外，随着带宽的提升，移动互联网的网络流量也在飞速增长。CISCO 公司预测，2018 年全球 IP 流量将达到 1.6 ZB，这一数字将超过 1984 年到 2013 年全球生成的所有 IP 流量总和（1.3 ZB），2018 年较 2013 年流量将同比增加 157%（参见图 11）。同时，根据 CISCO 的研究，2013 年仅 33% 的 IP 流量源自非 PC 设备，而到 2018 年源自非 PC 设备的 IP 流量占比将增至 57%（参见图 12）；主要原因是 PC 生成的流量将以约 10% 的年均复合年增长率增长，而其他设备将呈现更高的流量增长率，其中平板电脑（复合增长率 74%）、智能手机（复合增长率 64%）和 M2M 联接（复合增长率 84%）将会成为新流量的主要来源。

图 11 未来五年全球 IP 流量 CAGR 将达 21%


资料来源：CISCO，海通证券研究所

图 12 非 PC 设备将成为流量增长主要来源


资料来源：CISCO，海通证券研究所

中国的移动互联网业务主要来源于 3 个途径：PC 互联网业务移动化；移动业务互联网化；融合移动通信与互联网特点而开展的创新业务。根据艾瑞咨询的研究，娱乐业务仍是中国移动互联网的主要业务，这主要是因为娱乐业务符合市场需求，并且具有较好的产业成熟度和用户依赖度。

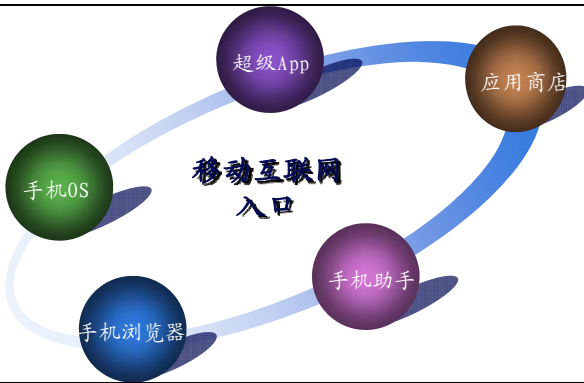
从移动互联网的服务内容和服务类型上来看，中国移动互联网的初步服务格局已经形成。一方面，与传统互联网类似，手机游戏、移动 IM、手机视频、移动购物和移动搜索成为目前主要的服务类型，同时，在细分领域当中也呈现出了差异化的服务模式。另一方面，从手机作为服务终端的角度上，基于移动互联网的客户端软件也开始发展起来。

现阶段移动互联网处于发展初期，入口仍较为分散，主要的流量入口主要有以 App Store 和 Google Play 为代表的应用商店，以微信为代表的超级 App，以 91 助手、360 助手为代表的手机助手，以 UC、猎豹为代表的手机浏览器，以及各种基于 Android 的

衍生手机 OS 等。

由于手机 App 进入门槛较低，从而成为移动互联网竞争的主战场。根据 Gartner 的研究，2013 年全球 App Store 下载量从 2012 年的 640 亿次上升到 1020 亿次，总营收超过 260 亿美元，其中免费 App 下载量占 91%；Gartner 预计到 2017 年下载量将达到 2680 亿次，应用程序内购买（IAP）机制将占 App Store 营收的 48%，较 2012 年的 11% 大幅增加。在中国市场，根据百度移动互联网发展趋势报告提供的数据，安卓系统 2013Q3 人均安装 app 数量为 150.4 个（2012Q3 为 133.5 个），日均使用的 App 数量却从 13.5 下降到 12.2 个，显示出手机 App 竞争态势日趋激烈。

图 13 移动互联网入口较为分散



资料来源：海通证券研究所

图 14 移动互联网流量价值较小的主要原因



资料来源：海通证券研究所

从短期来看，移动互联网面临流量难以变现的问题，导致其流量价值相对较小。主要原因在于四点：1.手机屏幕尺寸较小：智能手机屏幕一直有不断增大的发展趋势，但受制于便携性和电池续航等问题，在显示技术没有革命性突破的情况下，屏幕尺寸始终难以与传统 PC 相比，较小的屏幕尺寸导致广告的展示位有限同时展示效果也较差；2.使用时间碎片化：根据《2013-2014 年中国移动互联网调查研究报告》的统计，2014 年手机网民使用率超过 50% 的应用仍然以手机即时通信（使用率 87.1%）、手机搜索（使用率 77.0%）、手机网络新闻（使用率 74.2%）、手机网络音乐（使用率 67.3%）和手机网络视频（使用率 55.7%）为主，这些沟通信息类应用具有较强的碎片化特征，广告价值较小；3.以触屏为主的交互方式：目前主流智能手机均采用了触摸屏技术，触屏交互成为用户主要的操作手段，但触屏的定位精度低于鼠标，输入效率低于物理键盘，同时误击率较高，用户误点击广告的频率较高；4.手机数据流量资费问题：目前电信运营商对手机数据流量的收费标准仍然偏高，使得用户担心广告带来额外的流量费用，对手机广告有先天性的厌恶感。从移动互联网较为发达的日本来看，移动广告的价格仅为 PC 互联网广告的十分之一，正是移动互联网流量变现难题的现实体现，如下表所示。

表 2 日本互联网广告价格情况

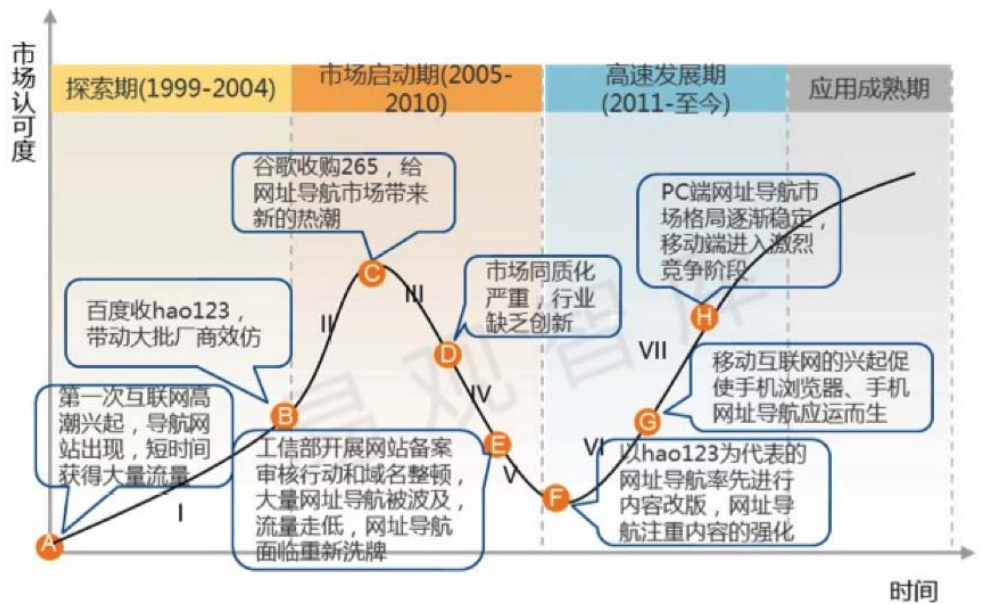
广告种类	终端类别	单击价格（日元）
移动广告	功能手机	9~10
智能机广告	智能手机	15~19
网络广告	PC	80~100

资料来源：日本移动广告市场研究，海通证券研究所

2.3 网址导航行业：竞争格局趋于稳定，流量价值不断提升

PC 互联网经过 20 多年的发展，流量入口已高度集中，除国际网站外，入口主要集中于浏览器、搜索引擎和网址导航网站。

图 15 中国网址导航市场发展历程

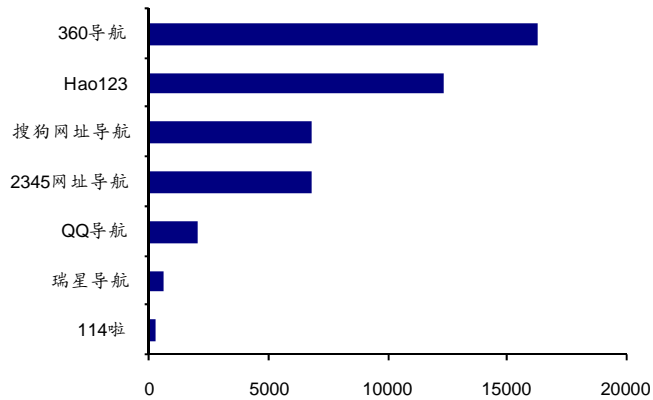


资料来源：易观智库，海通证券研究所

网址导航是颇具中国特色的互联网细分行业，其特点是进入门槛较低，传统模式下客户粘性较差，同时又具备较强的流量获取和分发能力。自 1999 年网址导航产业诞生以来，大致经历了三个发展阶段：1.探索期（1999-2004），Hao123 于 1999 年上线，创建了网址导航产业，初期网址导航产业以个人站长运营为主，规模普遍较小；2.市场启动期（2005-2010），随着 Hao123 被百度收购和 2345 网址导航的推出，网址导航行业进入市场启动期，导航网站正式进入商业化运营阶段，这一时期是中国互联网行业的快速发展期，新网民数量的快速增长带动了对网址导航需求的相应增加，大量同质化的网址导航网站开始出现，由于竞争激烈导致出现诸多灰色乃至危害用户利益的推广手段；3.高速发展期（2011 至今），经过多年的激烈竞争和规范整顿后，互联网整体竞争格局趋向集中，大型互联网公司利用网站联盟和广告联盟吸收尾部流量，导致流量获取成本不断攀升而客户粘性却有所下降，诸多小型导航网站无力维系商业化运营，导航网站竞争格局基本趋于稳定，胜出者们的盈利模式也较为类似，以广告和搜索分成为主，包括首页推荐、品牌广告、CPA（按效果付费）广告、与电商合作的 CPS（按销量付费）广告等。

根据易观智库的数据，目前导航网站主要可分为三个梯队，第一梯队由 360 导航和 Hao123 组成，月活跃用户数在 1.2 亿到 1.6 亿；第二梯队包括搜狗网址导航和 2345 网址导航，月活跃用户数约在 7000 万左右；第三梯队则是 QQ 导航，月活跃用户数约为 2000 万，剩下的导航网站用户数则迅速下降，仅为百万量级。

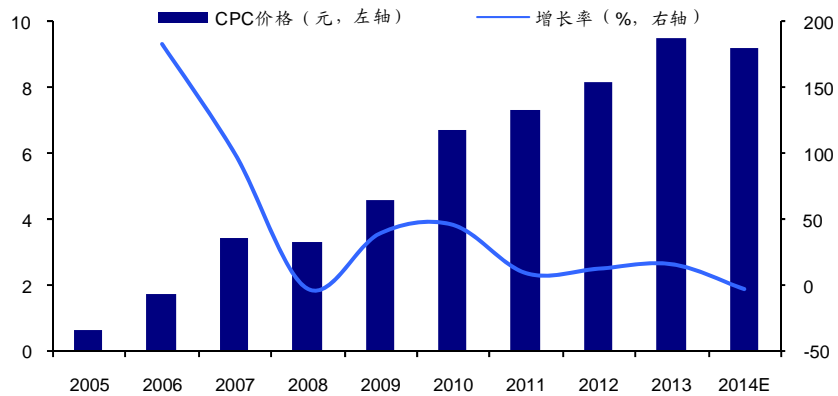
图 16 2014 年 10 月主要网址导航网站月活跃用户数（万人）



资料来源：易观智库，海通证券研究所

从 PC 互联网的流量变化趋势来看，不仅整体网络流量在不断增加，流量的变现价值也在不断提升。流量变现价值提升的原因主要是经过多年竞争后，流量入口趋于垄断，大型互联网公司通过网站联盟和广告联盟形式吸收了大量长尾流量，进一步增强了流量分发的垄断性，流量入口的议价能力得到增强。根据百度联盟和阿里妈妈（原淘宝联盟）透露的数据，2011 年~2013 年，百度联盟分成总额分别为 11.5 亿、19.2 亿和 37.0 亿元，阿里妈妈分成总额则分别为 15 亿、30 亿和 50 亿元人民币，2013 年百度和阿里的外部流量购买成本分别同比增长 92.7%和 66.7%，增速迅猛。同时，根据 TOMsInsight 的研究，2008 年以来国内主流购买渠道的 CPC（Cost Per Click）价格一直保持上升趋势，预计 2014 年 CPC 价格将上涨至 9.2 元，为 2008 年的 3 倍（参见图 17）。

图 17 国内主流渠道 CPC 价格



资料来源：TOMsInsight，海通证券研究所

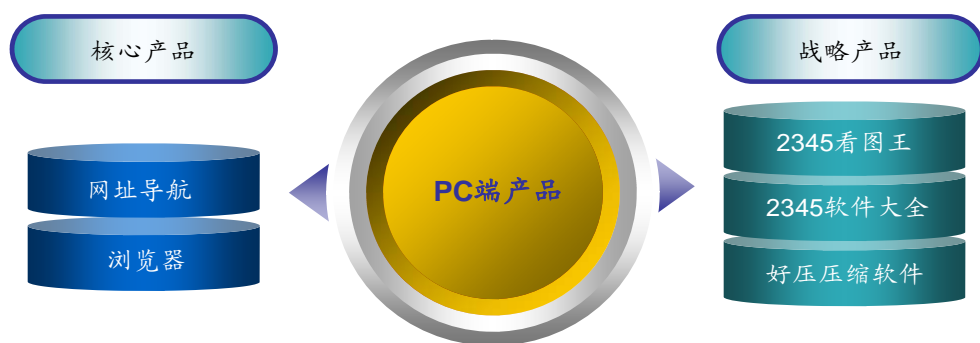
3. 海隆软件：互联网入口级公司，移动互联业务稳步推进

3.1 互联网入口平台公司，核心团队具优秀互联网基因

2345 网址导航始创于 2005 年 6 月，上线三个月用户数突破百万，自成立以来 2345 一直专注于互联网上网入口平台运营，逐步形成了较为广泛稳定的用户群体。2014 年 9 月，海隆软件通过对 2345 的并购，正式转型成为互联网入口平台公司。

2345 成立初期以渠道推广为主，后来则陆续推出多特软件站（2345 软件大全）和压缩软件等产品，目前业务仍以 PC 端为主，其产品主要分为两类：核心产品，包括 2345 网址导航、2345 浏览器（智能浏览器和加速浏览器）；战略产品，包括 2345 看图王、2345 软件大全和 2345 好压压缩软件（参见图 18）。

图 18 2345 PC 端产品布局



资料来源：海隆软件 2014 年 7 月发行股份购买资产公告，海通证券研究所

经过近十年的经营，2345 在互联网入口平台领域获得了较强的综合实力：2014 年 10 月，2345 网址导航月活跃用户数约为 6790 万，与搜狗网址导航并列行业第三，仅次于奇虎 360 旗下的 360 网址导航和百度旗下的 Hao123 网址导航；2013 年底 2345 智能浏览器和加速浏览器用户数超过 1000 万，跻身行业前十；2345 好压压缩软件用户累计装机量已达 1.4 亿台，是国内装机量最大的免费压缩软件；2345 软件大全（原多特软件站）是国内排名前三的软件下载站，是用户下载软件的重要渠道。

未来我们预计随着 PC 互联网渗透率增速放缓，2345 自身获取的流量将进入平稳增长阶段，2345 网址导航的价值提升将通过导航业务的垂直化和精细化提升用户体验，进而通过提升流量分发价值和挖掘内页垂直频道价值来实现自身持续增长。

在流量分发价值提升方面，以百度为例，2345 目前是百度联盟最大的合作伙伴，每年为百度带去超过 100 亿次搜索。从近年来的分成比例看，2345 对百度的议价能力逐年提升（参见表 3），目前分成比例已提升至 45%，2013 年底千次搜索单价已超过 10 元，未来有进一步提升的可能。

表 3 2345 对百度议价能力逐年提升

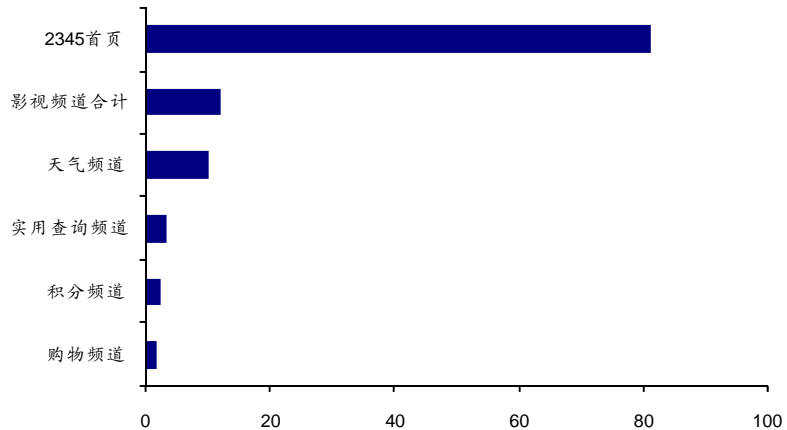
时间	搜索导流分成比例	封顶条款
2010.10	分成比例 30%	附带封顶条款
2012.09	分成比例 35%	不附带封顶条款
2013.09	分成比例 45%	不附带封顶条款

资料来源：海隆软件 2014 年 7 月发行股份购买资产公告，海通证券研究所

挖掘垂直频道价值，实质上是从流量分发转向流量变现，提高自身流量的商业价值。因此，2345 首页在搜索引擎、名站导航、酷站导航、分类导航、城市导航等入口之外，还设立了新闻、影视、小说、音乐等垂直频道入口，利用其擅长的网络资源整合能力，将网络内容引入到自身网站。目前 2345 已开始尝试建立自身的用户账户系统，并采取收入分成模式与内容提供商分享收益。根据 Alexa 的监测数据，目前用户对 2345 的访问量高度集中于网站首页（约为 81.5%），紧随其后的影视频道和天气频道访问比例仅

在 10%左右，未来有较大提升空间。而根据 2345 在 2012 年底所做的用户调查，其网址导航用户在家中上网的比重高达 72.91%，在公司上网的比重为 24.79%，与网吧、机房等上网地点相比，在家中上网和在公司上网的流量质量更高，流量转化为收入的能力更强。

图 19 2345 内页频道访问量占比仍较低（2014.11）



资料来源：Alexa，海通证券研究所

3.2 线下推广渠道壁垒较高，移动互联产品具快速放量基础

对导航网站而言，推广模式至关重要，如何低成本获得持续有效的流量是导航网站发展的关键。2345 采取了第三方代理推广和王牌技术员联盟（jifen.2345.com）推广相结合的方式，其中王牌技术员联盟主要为线下推广，模式较为独特，流量获取成本低且壁垒较高。

虽然国内相当数量网民对 IT 行业已经有一定了解，但其并非专业人士，PC 硬件购置与维修、软件安装均依赖于专业销售和技术人员。这些人员一般集中于电脑维修店、手机卖场、IT 商城等场所。因此，2345 成立了王牌技术员联盟，通过发放积分进行兑换礼品的方式（目前兑换比例为 1000 积分=1 元人民币），吸引 IT 销售人员、硬件维修人员等注册成为会员并推广 2345 产品。由于线下推广发展联盟会员需经过成本较高的地推过程，同时需具备较强的技术手段防止作弊和违规推广行为，因此具有较高的壁垒。2345 设立了技术员星级制度进行累计信用评价，同时配备了专门的市场人员进行线下联盟的管理，在技术员群体中塑造了良好口碑。截至 2013 年底，2345 王牌技术员联盟已累计发展 300 多万名技术员，目前是国内最大的线下推广联盟，具备强大的线下推广能力。

从 2014 年开始，2345 逐步开始布局移动互联业务，移动产品方向主要分两块：一是入口类产品，如 2345 手机助手、2345 手机浏览器以及刚推出的 2345 安全卫士等；二是基于现有优势产品，有侧重点地开发应用类 APP，如 2345 阅读王、2345 天气王、2345 影视大全等。

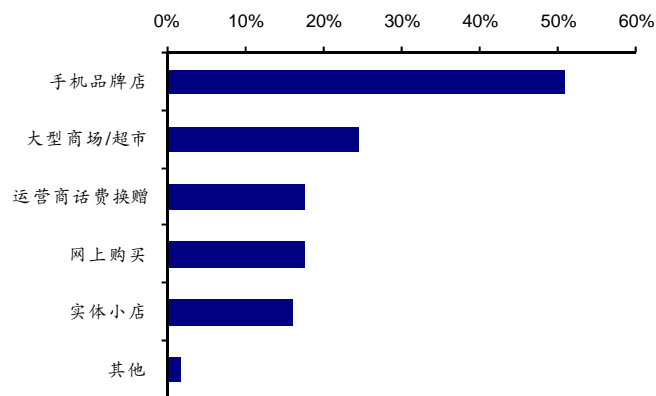
图 20 2345 移动端产品布局



资料来源：海隆软件 2014 年 7 月发行股份购买资产公告，海通证券研究所

目前，2345 正计划将 PC 端联盟的成功经验推广至手机端，成立了 2345 王牌手机联盟，据其官网（shouji.2345.com）披露，已有 68 万人次技术员获得了推广收入。根据 CNNIC 的调查，2013 年我国手机网民从网上购买手机的比例约为 17.5%，通过运营商话费换增则为 17.7%，而通过线下渠道（含手机品牌店、大型商超、实体小店等）购买的则合计超过 91.4%（注：同一手机网民可有多个购买渠道，因此该调查数据总和并非 100%），线下购买渠道仍占绝对优势。因此，若 2345 成功建立手机领域的线下推广联盟，则其移动互联产品落地将有望迅速放量。

图 21 手机网民购买渠道：线下销售占绝对优势（2013）



资料来源：CNNIC，海通证券研究所
注：同一手机网民可有多个购买渠道，因此该数据总和并非 100%

3.3 软件外包业务提供稳定现金流，有望逐步复苏

公司已公告计划将软件外包服务业务全部注入新成立的上海海隆软件科技。公司是国内对日软件外包的领先企业，软件开发领域涉及证券、银行、保险、移动互联网内容服务、嵌入式软件及业务应用系统等。公司主要为日本信息技术行业的客户提供外包软件开发服务，客户包括野村证券综合研究所（NRI）、瑞穗情报综研株式会社（MHIR）、欧姆龙株式会社（OMRON）、株式会社电通国际信息服务（ISID）、MTI 株式会社（MTI）等，这些客户再为其本身的日本客户提供软件开发服务。公司的这些重点客户均具有雄厚的技术和资金实力，其外包业务具有很强的可持续性，从而有效降低了公司业务的不确定性。由于对日软件外包业务的特性，发包方较少主动更换现有合作厂商，从而具有

较强的客户粘性。

近年来公司软件外包业务受到日元汇率大幅下跌的显著影响。公司与主要客户采用日元结算，再兑换为人民币收入，日元汇率下跌直接导致收入下降，而营业成本则具有较强刚性。目前日元汇率已位于 5 年来的最低点，短期日元汇率继续大幅下跌的概率较小，考虑到日本政府目前实行的经济刺激计划及未来举办东京奥运会等因素，我们预计未来公司主要日本客户有加大 IT 支出的需求，公司软件外包业务有望提供稳定现金流和业绩贡献。

3.4 盈利能力分析

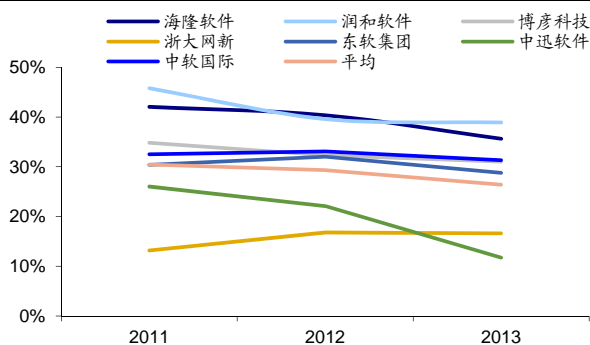
2011 年至 2013 年，海隆软件分别实现营业收入 3.91 亿元、4.10 亿元和 3.98 亿元，2012 年和 2013 年收入增速分别为 5.02% 和 -2.88%；2011 年至 2013 年，实现归属母公司净利润分别为 0.65 亿元、0.66 亿元和 0.29 亿元，其中 2012 和 2013 年增速分别为 2.09% 和 -55.57%。2013 年净利润的大幅降低主要源于 2012 年 10 月起的日元持续贬值，导致了对日软件外包收入折算成人民币后出现下滑，而同时营业成本和期间费用并未同比降低所致。

3.4.1 收入与毛利率分析

➤ 软件外包业务毛利率高于行业平均

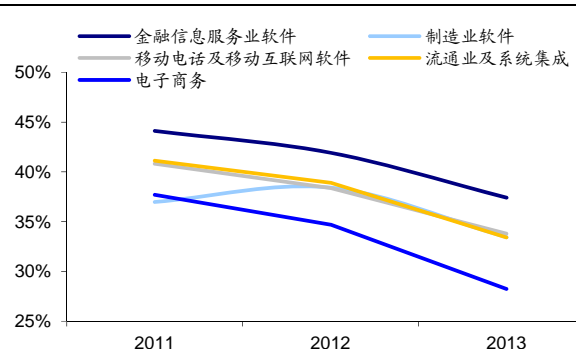
2011 年至 2013 年期间，公司综合毛利率均远高于可比公司的综合毛利率水平。同为对日软件外包企业，2013 年中讯软件的综合毛利率下降程度大于公司综合毛利率下降程度。从各产品毛利率变化情况看，受 2012 年 10 月起日元持续贬值影响，以人民币计价的营业收入持续下降，而同期营业成本并未同比下降，故公司所有细分产品毛利率都呈现下滑趋势。

图 22 软件外包业务毛利率情况



资料来源：Wind，各公司年报（2011-2013），海通证券研究所

图 23 软件外包分业务毛利率变化情况



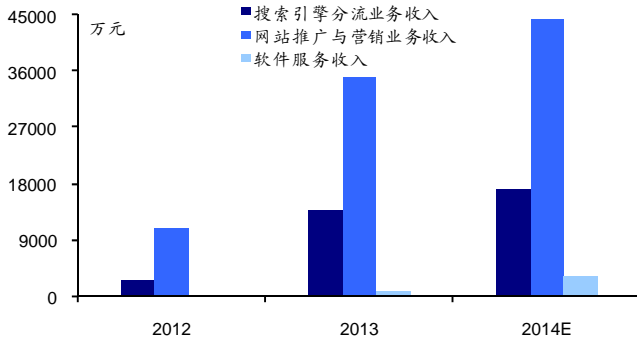
资料来源：Wind，各公司年报（2011-2013），海通证券研究所

➤ 互联网信息服务收入增长迅速，毛利率稳定

2014 年 2345 预测整体互联网服务收入为 6.47 亿元，比 2013 年增长率 30.2%，其中搜索引擎分流业务收入预期由 2013 年的 1.37 亿元增长到 2014 年的 1.70 亿元，增长率 24.5%；网站推广与营销业务收入预期由 2013 年的 3.52 亿元增长到 2014 年的 4.43 亿元，增长率 26.0%；软件服务收入预期由 2013 年的 829.79 万元增长到 2014 年的 3366 万元，增长率 305.7%。预期收入大幅增长的原因是 2345 网址导航用户数量的增加以及分类导航的快速增长。

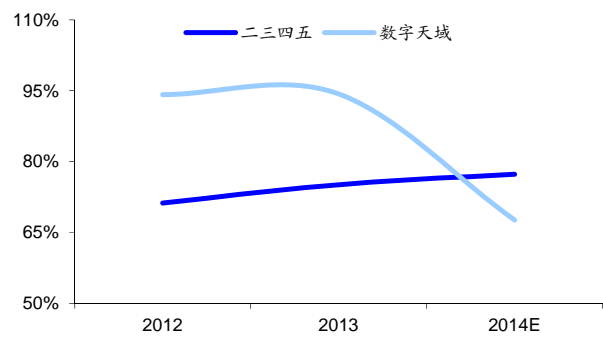
相比同类型公司如新世纪旗下的数字天域，2012、2013年2345毛利率略低，但其毛利率水平持续性较好，预计2014年仍将保持75%以上的毛利率水平。

图 24 2345 互联网服务分项收入情况



资料来源：公司合并盈利预测报告，海通证券研究所

图 25 2345 与可比公司毛利率情况



资料来源：公司合并盈利预测报告，海通证券研究所

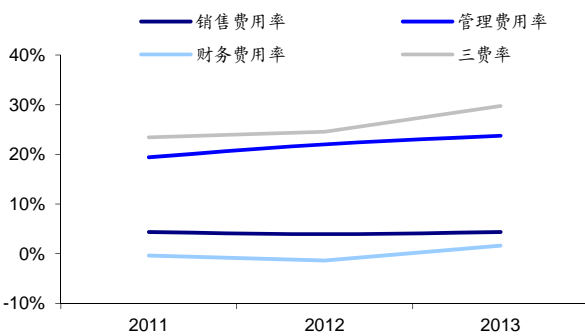
3.4.2 期间费用分析

➤ 软件外包业务期间费用率高于行业平均水平

由于公司与主要客户均保持长期的合作关系，随着公司销售额的上升，2011年至2013年销售费用率基本保持稳定趋势，我们预期销售费用率有望继续维持在目前的水平。2011年至2013年公司管理费用率呈小幅上升趋势，主要是由于人力成本有所上升，使得研发开支增加，从而导致管理费用上升。而2013年财务费用的上升主要是由于日元兑人民币贬值带来的汇兑净损失。

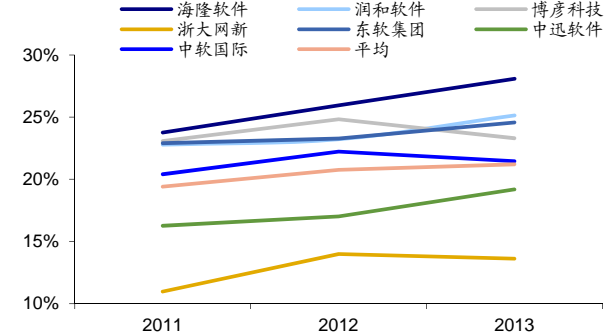
从销售管理费用合计来看，由于公司客户地位及业务模式的不同，使得公司的两项期间费用率合计略高于可比公司。

图 26 公司软件外包业务期间费用率保持稳定



资料来源：Wind，各公司年报（2011-2013），海通证券研究所

图 27 软件外包销售管理费用率高于可比公司均值



资料来源：Wind，各公司年报（2011-2013），海通证券研究所

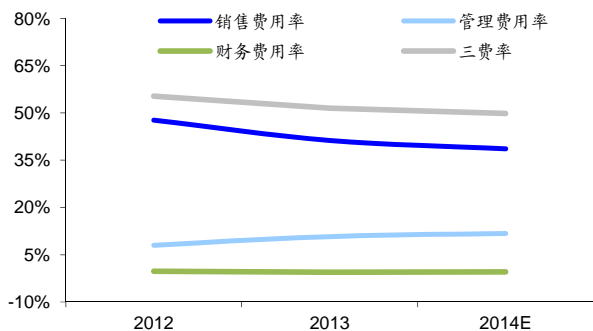
➤ 互联网信息服务期间费用率保持稳定，销售费用率小幅下降

2345销售费用包括职工薪酬、推广费和广告费，占其期间费用的主要部分，2013年销售费用率41.28%，而同期管理费用率仅10.75%。公司2013年和2014年预计销售费用增长率分别为209.4%和21.9%，小于同期营业收入增长率257.8%和30.2%，公司营销成本控制较好。预期未来随着公司用户数进一步增长带来的规模递增效应，销售费用率

有望进一步小幅下降。

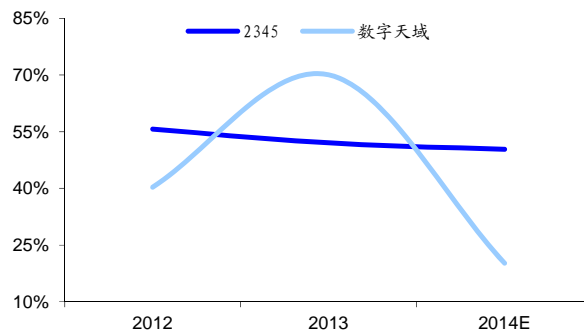
相比数字天域，2345销售和管理费用率较为稳定，这也与公司业务具有日常互联网消费属性以及公司稳定的品牌效应相关。

图 28 2345 销售费用率小幅下降



资料来源：公司合并盈利预测报告，海通证券研究所

图 29 2345 销售管理费用率保持稳定



资料来源：公司合并盈利预测报告，海通证券研究所

3.4.3 净利率分析

➤ 软件外包业务净利率高于行业平均水平

公司软件外包业务2011年至2013年的销售净利率分别为16.92%、16.55%和7.33%，高于可比公司的平均水平，这主要是由于公司的主要客户群体均为优质客户，使得公司具有较强的盈利能力。我们预计未来公司软件外包业务仍将保持较高净利率水平。

表 4 公司软件外包销售净利率高于可比公司均值

	2011	2012	2013
润和软件	20.15%	17.33%	16.37%
博彦科技	10.44%	11.82%	9.63%
浙大网新	2.33%	-0.45%	1.01%
东软集团	7.36%	6.26%	5.16%
中讯软件	27.15%	-1.13%	-17.36%
中软国际	4.83%	4.72%	4.54%
可比公司平均	12.04%	6.43%	3.23%
海隆软件	16.92%	16.55%	7.33%

资料来源：Wind，各公司年报（2011-2013），海通证券研究所

➤ 互联网信息服务业务净利率稳步上升

2345在2012年、2013年和预计2014年销售净利率分别为13.9%、22.5%和23.7%。虽然2012年净利率显著低于数字天域，但2345净利率呈稳步上升态势，未来发展势头良好。

表 5 2345 净利率情况

	2012	2013	2014E
数字天域	48.48%	12.70%	39.87%
2345	13.86%	22.48%	23.73%

资料来源：公司合并盈利预测报告，海通证券研究所

4. 盈利预测

我们对公司利润表的预测主要基于以下假设条件：

(1) 未来三年，公司的互联网业务流量保持平稳增长，与主要客户的分成比例小幅提升，垂直频道业务开始贡献收入；日元汇率企稳，软件外包业务从 2015 年开始出现稳步复苏。

(2) 公司的销售费用率基本保持稳定；公司的管理费用率随着业务规模的扩大略有下降。

(3) 公司所得税率维持在现有的 10% 水平。

(4) 暂不考虑移动互联网业务的业绩贡献。

表 6 是我们在以上假设基础上所测算出公司未来三年的利润表，根据海通证券盈利预测模型，我们测算出公司 2014 年-2016 年摊薄后每股收益分别为 0.30 元、0.89 元和 1.19 元。

表 6 软件外包业务利润表预测（2014-2016）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入(万元)	39069.94	41032.49	39849.38	74021.95	162817.85	195089.13
同比增长 (%)		5.02	-2.88	85.75	119.96	19.82
营业成本(万元)	22637.17	24466.09	25652.16	33647.23	58821.02	72836.86
毛利率 (%)	42.06	40.37	35.63	54.54	63.87	62.66
营业税金及附加(万元)	72.05	31.75	17.04	259.08	569.86	682.81
营业税金及附加/营业收入 (%)	0.18	0.08	0.04	0.35	0.35	0.35
销售费用(万元)	1704.84	1609.30	1739.30	14656.35	46891.54	54800.54
销售费用/营业收入 (%)	4.36	3.92	4.36	19.80	28.80	28.09
管理费用(万元)	7410.42	8769.38	9024.24	12287.64	24097.04	27117.39
管理费用/营业收入 (%)	18.97	21.37	22.65	16.60	14.80	13.90
财务费用(万元)	-134.87	-574.16	643.01	1423.93	-2152.61	-6742.60
财务费用/营业收入 (%)	-0.35	-1.40	1.61	1.92	-1.32	-3.46
三项费用率 (%)	22.99	23.89	28.62	38.32	42.28	38.53
资产减值损失(万元)	-14.90	0.76	47.96	78.25	172.12	206.24
非经营性净收益(万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润(万元)	7395.23	6729.38	2725.67	11669.47	34418.87	46187.89
同比增长 (%)		-9.00	-59.50	328.13	194.95	34.19
营业外收支	695.10	1077.52	678.25	380.00	540.00	670.00
利润总额(万元)	7918.93	7536.29	2970.43	11981.42	34765.55	46544.30
同比增长 (%)		-4.83	-60.59	303.36	190.16	33.88
所得税费用(万元)	1309.48	743.58	49.24	1317.96	3476.55	4561.34
有效所得税率 (%)	16.54	9.87	1.66	11.00	10.00	9.80
净利润(万元)	6609.44	6792.72	2921.18	10663.46	31288.99	41982.96
同比增长 (%)		2.77	-57.00	265.04	193.42	34.18
净利润率 (%)	16.92	16.55	7.33	14.41	19.22	21.52

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

归属于母公司所有者的净利润(万元)	6497.02	6633.11	2947.20	10433.46	31008.99	41652.96
少数股东损益(万元)	112.43	159.60	-26.01	230.00	280.00	330.00
摊薄每股收益(元)	0.19	0.19	0.08	0.30	0.89	1.19

资料来源：公司年报（2011-2013），海通证券研究所

5. 估值与投资建议

5.1 分部估值与整体估值

由于互联网业务具有较强的爆发性和盈利不可预测性，难以简单使用传统的 PE 法进行估值，因此我们采用分部估值法对海隆软件进行估值。

➤ 软件外包业务合理市值约为16.5亿元

我们预测公司 2014~2016 年软件外包业务可分别实现净利润 4541 万、5484 万和 6819 万。我们参照可比公司 2015 年的 PE 来计算公司软件外包业务部分的合理价值区间。可比公司 2015 年的 PE 均值为 24.82 倍，表 7 为可比公司估值情况。

公司软件外包业务历史上经营较为稳健，近两年受日元汇率下跌影响导致业绩波动，考虑到日元汇率走势有望企稳，同时公司主要大客户未来有加大 IT 投入的可能，因此我们认为未来公司对日软件外包业务有望逐步复苏，可享受一定估值溢价，合理市值为 16.5 亿元，对应于 2015 年约 30 倍 PE。

表 7 软件外包可比公司估值

	目前股价 (元人民币/港币)	EPS (元)			PE (倍)		
		2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
润和软件	18.60	0.46	0.69	0.87	40.43	26.96	21.38
博彦科技	31.46	1.08	1.46	1.90	29.13	21.55	16.56
东软集团	15.55	0.36	0.44	0.53	43.19	35.34	29.34
中软国际	2.16	0.11	0.14	0.18	19.64	15.43	12.00
平均值					33.10	24.82	19.82
海隆软件	42.78	0.30	0.89	1.40	142.60	48.07	35.95

注：股价为 12 月 30 日收盘价
资料来源：Wind，海通证券研究所

➤ 暂不考虑移动互联网业务，2345 互联网业务合理市值约为159亿元

目前，主流导航网站基本都已成为大型互联网公司业务的一部分，无法单独拆分分析，因此我们选择和 2345 业务布局、商业模式最为接近的奇虎 360 作为对标公司，参考奇虎 360 的平均用户价值来估计公司互联网业务的合理价值。根据易观智库数据，2014 年 10 月奇虎 360 月活跃用户数 1.63 亿，2014 年 12 月 30 日其总市值为 475 亿元人民币，则平均每用户价值约为 291.67 元。而 2345 在 2014 年 10 月的月活跃用户数为 0.68 亿，由于客户规模不同使得 2345 的每用户价值可能需有一定折让，我们假定 2345 每用户价值可达奇虎 360 的 80%，则每用户价值为 233.34 元，互联网业务的合理市值约为 159 亿元。

表 8 平均每用户价值

	月活跃用户数（亿）	平均每用户价值 （元人民币）	总市值（亿人民币）
奇虎 360	1.63	291.67	475.43
2345	0.68	233.34	158.67

注：以 2014 年 12 月 30 日汇率 1 美元=6.2148 人民币计

资料来源：Wind，易观智库，海通证券研究所

➤ **公司整体合理市值约为 175.5 亿元**

综合考虑公司软件外包业务和互联网业务的合理价值，我们认为公司整体合理市值应为 175.5 亿元，每股合理价值为 50.22 元，对应 2015 年约 56 倍 PE。

5.2 投资建议

结合分部估值结果，同时考虑到公司互联网业务未来较为稳健的增长前景以及移动互联网业务具备的发展潜力，我们认为海隆软件的内在合理价值应当为 50.22 元/股，对应 2015 年约 56 倍 PE，维持“买入”的投资评级。随着公司移动互联网业务逐步推进，我们认为公司股票估值水平有进一步提高的可能。公司股价可能的催化剂包括移动互联网业务取得重大突破、日元汇率回升带来软件外包利润率上升等。

6. 风险提示

公司未来面临的不确定因素主要体现在以下几个方面：

- （1）互联网业务竞争加剧的风险
- （2）移动互联业务推进滞后的风险；
- （3）人力成本上升的风险；
- （4）汇率波动的风险。

财务报表分析和预测

价值评估（倍）	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	507.30	143.30	48.22	35.89
P/B	33.23	10.60	9.10	7.64
P/S	12.17	20.20	9.18	7.66
EV/EBITDA	120.66	112.50	42.61	35.11

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
资产负债率	4.46	46.35	-28.97	-1.28
借款/股东权益	0.00	0.64	-0.67	-0.31
已获利息倍数	4.64	9.20	-14.98	-5.83
流动比率	15.38	6.51	0.65	1.43
速动比率	15.32	6.50	0.65	1.42
现金比率	13.33	6.26	0.40	1.05

盈利能力指标（%）	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	35.63	54.54	63.87	62.66
息税摊销折旧利润率	11.26	19.88	21.48	22.30
营业利润率	6.84	15.76	21.14	23.68
归属母公司净利率	7.40	14.10	19.05	21.35
ROA	6.04	3.92	24.03	21.32
ROE	6.55	7.39	18.87	21.29

经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转率	9.46	9.46	9.46	9.46
存货周转率	202.07	203.10	201.44	203.42
总资产周转率	0.82	0.28	1.26	1.00
固定资产周转率	3.32	1.74	2.24	1.93

盈利增长（%）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	-2.88	85.75	119.96	19.82
营业利润增长率	-146.89	76.64	66.10	25.48
净利润增长率	-55.57	254.01	197.21	34.33

利润表（万元）	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	39849	74022	162818	195089
营业成本	25652	33647	58821	72837
营业利润	2726	11669	34419	46188
营业费用	1739	14656	46892	54801
管理费用	9024	12288	24097	27117
利润总额	2970	11981	34766	46544
EBIT	2983	13104	32245	39338
折旧摊销	1053	1284	1967	3180
EBITDA	4036	14388	34212	42518
投资收益	0	0	0	0
营业外收支净额	678	380	540	670
所得税	49	1318	3477	4561
少数股东损益	-26	230	280	330
净利润	2947	10433	31009	41653
每股收益（元）	0.08	0.30	0.89	1.19

资产负债表（万元）	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	29032	209126	29032	60160
应收款项	4213	7825	17212	20624
存货	127	166	292	358
流动资产	33489	217336	47018	81720
固定资产	11995	10997	25262	38497
总资产	48814	266435	129034	195415
应付帐款	257	336	15786	19357
长期借款	0	90000	-110000	-60000
总负债	2178	123499	-37383	-2505
少数股东权益	1645	1820	2044	2308
股东权益	44990	141115	164372	195612
付息负债	81	120000	-59975	-30000
每股净资产（元）	1.29	4.04	4.70	5.60

现金流量表（万元）	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	2947	10433	31009	41653
折旧摊销	1053	1284	1967	3180
营运资金变动	578	-2287	9461	1463
经营活动现金流	4610	9684	42833	46766
固定资产投资	985	35200	35200	35200
无形资产投资	0	0	0	0
长期股权投资	600	0	0	0
投资活动现金流	-1585	-35200	-35200	-35200
长期贷款增加	0	90000	-200000	50000
股利分配	-1177	-2608	-7752	-10413
循环贷款增加	-1330	29919	20025	-20025
融资活动现金流	-2507	205611	-187727	19562
期末现金余额	29032	209126	29032	60160
每股经营性现金流（元）	0.13	0.28	1.23	1.34

资料来源：公司招股说明书，公司定期报告，海通证券研究所
 注：表中数据股价均按公司 12 月 30 日收盘价 42.78 元计算

信息披露

分析师声明

陈美凤：计算机行业
蒋 科：计算机行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：用友软件、东软集团、航天信息、远光软件、启明星辰、科大讯飞、立思辰、海隆软件、汉得信息、宝信软件、聚龙股份、捷成股份、恒生电子、长亮科技、广联达、捷顺科技等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长 (021) 23219403 luying@htsec.com 高道德 副所长 (021) 63411586 gaodd@htsec.com 姜超 副所长 (021) 23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 所长助理 (021) 23219422 kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com 顾潇啸(021)23219394 gx8737@htsec.com 联系人 王丹(021) 23219885 wd9624@htsec.com 于博(021) 23219820 yb9744@htsec.com	金融工程研究团队 吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com 朱剑涛(021)23219745 zhujt@htsec.com 张欣慰(021)23219370 zwxw6607@htsec.com 曾逸名(021)23219773 zym6586@htsec.com 纪锡靓(021)23219948 jxj8404@htsec.com 联系人 杜灵(021)23219760 dg9378@htsec.com 余浩淼(021) 23219883 yhm9591@htsec.com 沈泽承(021) 23212067 szc9633@htsec.com 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com	金融产品研究团队 单开佳(021)23219448 shankj@htsec.com 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com 罗震(021)23219326 luozh@htsec.com 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com 孙志远(021)23219443 szy7856@htsec.com 陈亮(021)23219914 cl7884@htsec.com 陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com 伍彦妮(021)23219774 wyn6254@htsec.com 桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com 陈韵骋(021)23219444 cych6613@htsec.com 田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com 联系人 冯力(021)23219819 fl9584@htsec.com 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
策略研究团队 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com 汤慧(021)23219733 tangh@htsec.com 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com 刘瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com 李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com 张华恩(021)23212212 zhe9642@htsec.com	中小市值团队 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com 何继红(021)23219674 hejh@htsec.com 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com	政策研究团队 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
批发和零售贸易行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com 路颖(021)23219403 luying@htsec.com 潘鹤(021)23219423 panh@htsec.com	石油化工行业 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com 王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com	机械行业 龙华(021)23219411 longh@htsec.com 徐志国(010)58067934 xzg9608@htsec.com 熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com 联系人 韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com 赵晨(010)58067988 zc9848@htsec.com
非银行金融行业 丁文韬(021)23219944 dwt8223@htsec.com 吴绪越(021)23219947 wxy8318@htsec.com 王维逸(021)23212209 wwy9630@htsec.com	建筑工程行业 赵健(021)23219472 zhaoj@htsec.com 张显宁(021)23219813 zxn6700@htsec.com 联系人 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com	医药行业 周锐(0755)82780398 zr9459@htsec.com 余文心(0755)82780398 ywx9460@htsec.com 刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com 江琦(021)23219685 jq9458@htsec.com 王威(0755)82780398 ww9461@htsec.com 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com	房地产业 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com 谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com 贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 夏木(021)23219748 xiam@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
银行业 林媛媛 (0755)23962186 lyy9184@htsec.com	基础化工行业 曹小飞(021)23219267 caoxf@htsec.com 张瑞(021)23219634 zr6056@htsec.com	有色金属行业 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com 刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
计算机行业 陈美凤(021)23219409 chenmf@htsec.com 蒋科(021)23219474 jiangk@htsec.com 王秀钢(010)58067934 wxg8866@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 周煜(021)23219972 zy9445@htsec.com	电力设备及新能源行业 周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 陈日华(021)23219716 crh9585@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com

家电行业 陈子仪(021)23219244 宋伟(021)23219949	chenzy@htsec.com sw8317@htsec.com	社会服务业 林周勇(021)23219389	lzy6050@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 姜明(021)23212111	yun@htsec.com jm9176@htsec.com
通信行业 徐力(010)58067940	xl9312@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 马浩博(021)23219822 联系人 成珊(021)23212207	whw9587@htsec.com mh6614@htsec.com cs9703@htsec.com	汽车行业 邓学(0755)23963569 廖瀚博(0755)82900477	dx9618@htsec.com lhb9781@htsec.com
纺织服装行业 焦娟(021)23219356 唐岑(021)23212208	jj9604@htsec.com tl9709@htsec.com	电子行业 董瑞斌(021)23219816 陈平(021)23219646	drb9628@htsec.com cp9808@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219473	zz9612@htsec.com
煤炭行业 朱洪波(021)23219438	zhb6065@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 韩佳蕊(021)23212259	zyc9637@htsec.com hjr9753@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 董事总经理
(021)63609993
chensq@htsec.com

贺振华 董事副总经理
(021)23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
 高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
 伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 邓欣 (0755)23607962 dx7453@htsec.com

上海地区销售团队

贺振华 (021)23219381 hzh@htsec.com
 季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
 胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
 黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
 朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
 黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
 孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
 孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
 黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队

赵春 (010)58067977 zhc@htsec.com
 隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
 江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
 杨帅 (010)58067929 ys8979@htsec.com
 张楠 (010)58067935 zn7461@htsec.com
 许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
 杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话：(021)23219000
 传真：(021)23219392
 网址：www.htsec.com