

投资评级：强烈推荐（维持）

报告日期：2020 年 10 月 21 日

市场数据

目前股价	22
总市值（亿元）	69.09
流通市值（亿元）	59.90
总股本（万股）	31,402
流通股本（万股）	27,228
12 个月最高/最低	37.48/20.73

分析师

分析师：周伟佳 S1070514110001

☎ CFA, ACCA 0755-83516551

分析师：李雪薇 S1070520080002

☎ 021-31829697

✉ lixuewei@cgws.com

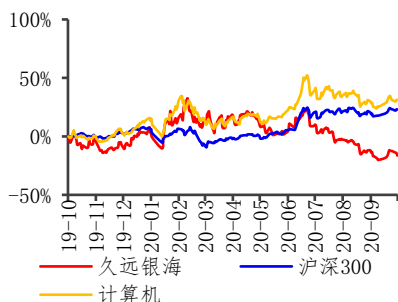
联系人（研究助理）：封谊敏

S1070119050047

☎ 021-31829728

✉ fengyimin@cgws.com

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

<<项目建设成果斐然，研发加码引领未来>>

2020-08-25

<<国家跨省异地就医管理子系统成功上线，医保 IT 建设步入快车道>>

2020-05-14

<<疫情影响有限，医保信息化机遇下静待业绩回暖>>

2020-04-29

从医保市场新格局看长期发展机会

——久远银海（002777）公司深度报告

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	864	1016	1161	1831	2225
(+/-%)	25.2%	17.6%	14.2%	57.7%	21.5%
净利润（百万元）	119	161	182	295	334
(+/-%)	30.7%	36.1%	12.9%	61.8%	13.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.38	0.51	0.58	0.94	1.06
PE	58	43	38	23	21

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **疫情不改各省平台建设总体节奏，过半省份已开始招投标。**截止 2020 年 10 月 20 日，据公开的招投标信息，已有 27 个省级行政单位开启了医保信息化建设。较第一季度末大部分还处于初期建设阶段状态的情况不同，目前已经启动医保信息化平台建设的 27 个省份中，已经有 18 个省启动招标，占比达到 58.06%，其中青海、贵州、海南、陕西、新疆的关键系统供应商已经确定，正式步入建设阶段，同时目前仍有约 1 亿预算待落地（招标中）；除此之外，2 个省处在前期的可行性分析和咨询服务阶段（占全国的 6.25%）；广西、甘肃等 7 个省份或直辖市已完成初步设计的招标工作（占全国的 22.58%）。
- **成交额超十亿，跨上新台阶，20Q4 及 21Q1 或成成交高峰期。**综合来看，截止目前按照最新建设进度作为统计口径，在已开始医保信息化建设的 27 个省级行政单位中，已成交总金额约 11.95 亿元（仅考虑软件与服务），18.52%的省份总成交额已超过 1 亿，相对 4 月末的形势出现明显变化，显示出一部分省份的医保信息化建设预算基本明朗。我们认为，前一阶段整个医保信息化平台建设市场释放逐渐加速，目前有望迎来量变拐点，到 2021 年初市场增长有望趋于平稳，各省份也将进入建设落地的新阶段，实现从“量变到质变”的第二次飞跃，同时对相关供应商的考验也将从市场资源转向实施交付能力。
- **中性假设整体市场空间近 40 亿，目前仍有 27 亿增量空间。**对比广东、山西、贵州、海南、陕西、新疆与青海的招投标成交额，我们再次对医保信息化建设增量市场规模进行测算，在维持各省医保信息化支出与人口和经济实力相关的假设的基础上根据户籍人口的相对数量划分等级（将人口数量与人均 GDP 取对数进行单调变换，避免线性，同时加入区域系数进行二次调整）。经测算，在悲观、中性和乐观的假设条件下，全国的总体市场规模将分别达到 34.32 亿元、38.62 亿元和 42.91 亿元，对应增量市场分别达到 22.38 亿元、26.67 亿元和 30.96 亿元。
- **已招投标省份中久远银海核心系统优势突出，并陆续开拓新市场。**在青、贵、琼、陕、新等五个省份已经完成招标的项目中，平安医疗、久远银海

和东软集团分别以中标 15,016 万、8,625 万和 7,015 万的中标金额位列前三；数量方面，平安医疗中标 9 个项目居首位，久远银海以 8 个项目的承建紧随其后，东软集团中标 5 个项目位列第三。从产业调研得知，根据其接触医保核心数据的密切度以及系统的地位，医保信息化平台的核心系统大致可以拆分为四个子系统：核心经办子系统、公共服务子系统、宏观决策大数据和监督管理子系统和基础支撑子系统（又名中台系统）。从各省的招标情况来看，久远银海在核心业务经办子系统和中台系统的建设上具有优势。久远银海先后中标了贵州、新疆、河北核心经办子系统；青海、贵州和海南的中台系统，份额暂位列行业第一。除此之外，久远银海在异地就医子系统的建设方面有较明显的优势，已成功中标 6 省。地区方面，公司 2018 到 2019 年在云南、广西、湖北、贵州、新疆等省份中系统数量较多，其中云南达到 5 个。2020 年新增省份包括河北、海南等，其中青海、海南等均中标中台等核心系统，充分印证公司在区域扩展过程中广度与深度共进，加上公司过去的多个优势地区省份尚未结束招标，未来公司客户资源有保障。

- **投资建议：**考虑到公司在医保信息化行业、民政信息化的整体地位以及新医保、金民工程所带来的行业契机，我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 11.61、18.31、22.25 亿元，实现净利润 1.82、2.95、3.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.94、1.06 元，参考 2020 年 10 月 21 日收盘价，对应 PE 分别 37.88X、23.41X、20.67X，继续给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**医保局 IT 需求不及预期；订单落地不及预期；金民工程落地不及预期；军民融合业务发展波动的风险。

目录

1. 核心观点	5
2. 超七成省份启动平台建设，第四季度或成医保信息化推进关键期	6
2.1 疫情不改各省平台建设总体节奏，成交额跨上新台阶	6
2.2 医保信息化建设增量市场规模测算：韧性显现，略低预期	7
3. 对比各省信息平台建设，核心系统市场格局逐步清晰	9
3.1 对比国家医保平台，各地分包方式不一但系统组成大致相同	9
3.2 核心系统主要玩家基本确定	14
4. 久远银海核心系统优势突出，或将打开新市场	14
4.1 核心经办、中台等系统陆续中标，彰显公司实力	14
4.2 区域扩展成效显现，原有优势有望巩固	16
5. 业绩情况与预测	17
6. 风险提示	18
附：盈利预测表	19

图表目录

图 1:	省级行政单位医保信息化建设进度分析	7
图 2:	省级行政单位医保信息化建设已完成开支情况分析	7
图 3:	各省级行政单位医保信息化平台建设招标进度估算	8
图 4:	各公司中标项目数及金额	15
图 5:	2018-2019 年久远银海中标各省医保系统数量统计	17
图 6:	2020 年久远银海中标各省医保系统数量统计	17
表 1:	各省级行政单位医保信息化建设进度一览	6
表 2:	《指南》中建设规划的子系统	9
表 3:	新疆省项目与国家医保局项目各包对应关系	10
表 4:	青海省项目与国家医保局项目各包对应关系	10
表 5:	海南省项目与国家医保局项目各包对应关系	11
表 6:	陕西省项目与国家医保局项目各包对应关系	12
表 7:	贵州省项目与国家医保局项目各包对应关系（不完全）	13
表 8:	各省份主要核心子系统	14
表 9:	各公司业务系统中标情况	15
表 10:	分业务营业收入预测表（单位：百万元）	17

1. 核心观点

疫情不改各省平台建设总体节奏，过半省份已开始招投标。截止 2020 年 10 月 20 日，据公开的招投标信息，已有 27 个省级行政单位开启了医保信息化建设。较第一季度末大部分还处于初期建设阶段状态的情况不同，目前已经启动医保信息化平台建设的 27 个省份中，已经有 18 个省启动招标，占比达到 58.06%，其中青海、贵州、海南、陕西、新疆的关键系统供应商已经确定，正式步入建设阶段，同时目前仍有约 1 亿预算待落地（招标中）；除此之外，2 省处在前期的可行性分析和咨询服务阶段（占全国的 6.25%）；广西、甘肃等 7 个省份或直辖市已完成初步设计的招标工作（占全国的 22.58%）。

成交额超十亿，跨上新台阶，20Q4 及 21Q1 或成成交高峰期。综合来看，截止目前按照最新建设进度作为统计口径，在已开始医保信息化建设的 27 个省级行政单位中，已成交总金额约 11.95 亿元（仅考虑软件与服务），18.52% 的省份总成交额已超过 1 亿，相对 4 月末的形势出现明显变化，显示出一部分省份的医保信息化建设预算基本明朗。我们认为，前一阶段整个医保信息化平台建设市场释放逐渐加速，目前有望迎来量变拐点，到 2021 年初市场增长有望趋于平稳，各省份也将进入建设落地的新阶段，实现从“量变到质变”的第二次飞跃，同时对相关供应商的考验也将从市场资源转向实施交付能力。

中性假设整体市场空间近 40 亿，目前仍有 25 亿增量空间。对比广东、山西、贵州、海南、陕西、新疆与青海的招投标成交额，我们再次对医保信息化建设增量市场规模进行测算，在维持各省医保信息化支出与人口和经济实力相关的假设的基础上根据户籍人口的相对数量划分等级（将人口数量与人均 GDP 取对数进行单调变换，避免线性，同时加入区域系数进行二次调整）。经测算，在悲观、中性和乐观的假设条件下，全国的总体市场规模将分别达到 34.11 亿元、38.37 亿元和 42.64 亿元，对应增量市场分别达到 21.46 亿元、25.64 亿元和 29.82 亿元。

已招投标省份中久远银海核心系统优势突出，并陆续开拓新市场。在青、贵、琼、陕、新等五个省份已经完成招标的项目中，平安医疗、久远银海和东软集团分别以中标 15,016 万、8,625 万和 7,015 万的中标金额位列前三；数量方面，平安医疗中标 9 个项目居首位，久远银海以 8 个项目的承建紧随其后，东软集团中标 5 个项目位列第三。从产业调研得知，根据其接触医保核心数据的密切度以及系统的地位，医保信息化平台的核心系统大致可以拆分为四个子系统：核心经办子系统、公共服务子系统、宏观决策大数据和监督管理子系统和基础支撑子系统（又名中台系统）。从各省的招标情况来看，久远银海在核心业务经办子系统和基础支撑子系统的建设上具有优势。久远银海先后中标了贵州、新疆、河北核心经办子系统；青海、贵州和海南的中台系统，份额暂位列行业第一。除此之外，久远银海在异地就医子系统的建设方面有较明显的优势，已成功中标 6 省。地区方面，公司在 2018 到 2019 年在云南、广西、湖北、贵州、新疆等省份中系统数量较多，其中云南达到 5 个。2020 年新增省份包括河北、海南等，其中青海、海南等均中标中台等核心系统，充分印证公司在区域扩展过程中广度与深度共进，加上公司过去的多个优势地区省份尚未结束招标，未来公司客户资源有保障。

考虑到公司在医保信息化行业、民政信息化的整体地位以及新医保、金民工程所带来的行业契机，我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 11.61、18.31、22.25 亿元，实现净利润 1.82、2.95、3.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.94、1.06 元，参考 2020 年 10 月 21 日收盘价，对应 PE 分别 37.88X、23.41X、20.67X，继续给予“强烈推荐”评级。

2. 超七成省份启动平台建设，第四季度或成医保信息化推进关键期

2.1 疫情不改各省平台建设总体节奏，成交额跨上新台阶

截止 2020 年 10 月 20 日，据公开的招投标信息，已有 27 个省级行政单位开启了医保信息化建设（包含建设及可行性分析等）。较第一季度末大部分还处于初期建设阶段状态的情况不同，目前已经启动医保信息化平台建设的 27 个省份中，已经有 18 个省已经启动招标，占比达到 58.06%，而青海、贵州、海南、陕西、新疆的关键系统供应商已经确定，即将步入建设阶段，广东、山西则通过单一来源招标确定了总包，其中广东已进行分包招标。

表 1：各省级行政单位医保信息化建设进度一览

省级行政单位	初次招标完成时间	可行性分析/前期咨询服务	初步设计	项目建设	已招标总金额（万元）
青海	2020/4/7			✓	26,644.18
广东	2019/12/9			✓	19,750.00
山西	2019/9/6	✓		✓	16,312.00
贵州	2019/12/30			✓	13,015.10
海南	2019/6/17	✓	✓	✓	11537.59
陕西	2019/11/11	✓	✓	✓	9,542.83
新疆	2019/8/5	✓	✓	✓	7,475.20
西藏	2019/9/6	✓	✓	✓	3,378.00
重庆	2019/10/31		✓	✓	2,802.07
江苏	2019/5/29			✓	1,998.00
河南	2020/8/5			✓	1,397.00
云南	2019/12/10		✓	✓	1,382.95
山东	2019/10/25			✓	888.05
河北	2019/12/23			✓	622.09
天津	2020/8/27			✓	616.20
湖南	2019/9/16	✓	✓	✓	398.92
广西	2019/11/28	✓	✓		381.45
甘肃	2019/12/16		✓		305.88
四川	2020/3/26		✓	✓	288.00
福建	2019/12/20		✓		226.80
湖北	2019/12/11	✓	✓		196.60
内蒙古	2020/4/3		✓	✓	107.80
黑龙江	2019/9/19	✓	✓		98.18
吉林	2019/10/18	✓	✓		47.50
宁夏	2019/8/9	✓			26.20
上海	2019/10/21	✓	✓		19.95
江西	2019/8/22	✓			
北京	2019/12/19				

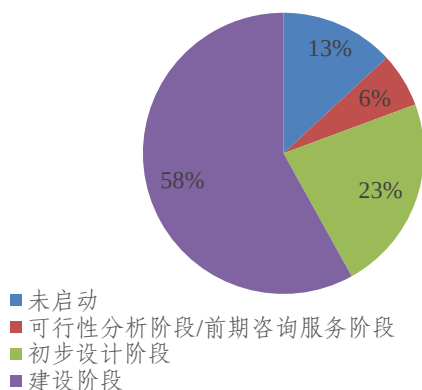
安徽	2020/5/26				
浙江	-				
辽宁	-				

资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

形势逐渐清晰，空间犹在，市场仍具可塑性。目前已开始医保信息化建设的 27 个省级行政单位中，有 2 个仍处在前期的可行性分析和咨询服务阶段（占全国的 6.25%），广西、甘肃等 7 个省份或直辖市已完成初步设计的招标工作（占全国的 22.58%），占比合计达到 28.83%。同时考虑到疫情导致部分招投标延后，目前仍有约 1 亿预算待落地（招标中），我们认为，考虑到国家对医疗信息平台整体的建设规划，第四季度及明年一季度或成关键期。

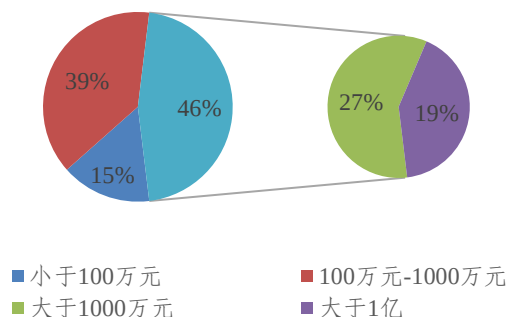
成交金额超十亿，2020 年底到 2021 年初或是市场放量冲刺期，下阶段实施交付能力成为关键。综合来看，截止目前按照最新建设进度作为统计口径，在已开始医保信息化建设的 27 个省级行政单位中，已成交总金额约 11.95 亿元（仅考虑软件与服务）。已完成招标项目总成交额出小于 100 万元的仅占 14.81%，25.93% 的省份总成交额超过 1000 万，还有 18.52% 的省份总成交额已超过 1 亿，相对 4 月末的形势出现明显变化，显示出一部分省份的医保信息化建设预算基本明朗。我们认为，前一阶段整个医保信息化平台建设市场释放逐渐加速，目前有望迎来量变拐点，到 2021 年初市场增长有望趋于平稳，各省份也将进入建设落地的新阶段，实现从“量变到质变”的第二次飞跃，同时对相关供应商的考验也将从市场资源转向实施交付能力。

图 1：省级行政单位医保信息化建设进度分析



资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

图 2：省级行政单位医保信息化建设已完成开支情况分析



资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

2.2 医保信息化建设增量市场规模测算：韧性显现，略低预期

对比广东、山西、贵州、海南、陕西、新疆与青海的招投标成交额，我们发现青海省的总成交额处于高位，故我们将修正前期假设，下调相应预期，再次对医保信息化建设增量市场规模进行测算。

我们还将维持各省医保信息化支出与人口和经济实力相关的假设。并根据户籍人口的相对数量，我们将境内 31 个省、自治区和直辖市的人口规模划分为“大”、“中”、“小”

三个层级。根据人均 GDP 的相对水平，将 31 个省级行政单位的发展水平划分为了“高”、“中”、“低”三个层级。

但为了将乘数更准确地赋到各个省，同时考虑到发达省份前期医保信息化基础较好，本期投入或适中，而欠发达地区可能在本轮建设中花费更大支出，所以我们将人口数量与人均 GDP 取对数进行单调变换，避免线性，同时加入区域系数进行二次调整。

经测算，在悲观、中性和乐观的假设条件下，全国的总体市场规模将分别达到 34.32 亿元、38.62 亿元和 42.91 亿元，对应增量市场分别达到 22.38 亿元、26.67 亿元和 30.96 亿元。

图 3：各省级行政单位医保信息化平台建设招标进度估算

省级行政单位	中性测算值（亿元）	实际实际成交金额（亿元）	进度估算
青海	/	/	
广东	1.99	1.98	99.21%
山西	1.65	1.63	98.66%
陕西	0.98	0.95	97.73%
海南	1.19	1.15	96.59%
贵州	1.40	1.30	93.11%
新疆	0.85	0.75	88.32%
西藏	1.25	0.34	27.04%
重庆	1.20	0.28	23.37%
江苏	1.69	0.20	11.84%
云南	1.19	0.14	11.58%
河南	1.33	0.14	10.50%
山东	1.11	0.09	7.97%
天津	1.04	0.06	5.90%
河北	1.29	0.06	4.82%
广西	1.21	0.04	3.15%
湖南	1.29	0.04	3.09%
甘肃	1.20	0.03	2.55%
四川	1.30	0.03	2.21%
福建	1.26	0.02	1.79%
湖北	1.29	0.02	1.52%
黑龙江	0.89	0.01	1.11%
内蒙古	1.17	0.01	0.92%
吉林	0.93	0.00	0.51%
宁夏	0.96	0.00	0.27%
上海	1.48	0.00	0.13%
浙江	1.33	0.00	0.00%
辽宁	1.11	0.00	0.00%
江西	1.22	0.00	0.00%
北京	1.34	0.00	0.00%
安徽	1.26	0.00	0.00%

资料来源：长城证券研究所

注：测算基于公开资料

3. 对比各省信息平台建设，核心系统市场格局逐步清晰

3.1 对比国家医保平台，各地分包方式不一但系统组成大致相同

地方医保信息化平台的建设呈现出“全国统筹，约束进行”的新模式。《医疗保障信息平台建设指南》明确了医保信息化建设的总体目标、总体原则、总体要求、总体建设框架和地方建设内容等具体要求，对地方医保信息化平台的建设具有重要指导意义。《指南》规定了医保信息化平台的总体建设框架，对平台的各个子系统进行了详尽的建设规划。其中，《指南》对子系统的约束要求较为突出，按照约束程度的强弱划分了三类约束等级：强约束类应用（含3个业务子系统），基础约束类应用（含9个业务子系统）和弱约束类应用（含2个业务子系统）。各省市在建设过程中对子系统的划分自由度相对较低，这使得地方医保信息化平台和国家平台将有较高的相似度和较强的继承性。

表 2: 《指南》中建设规划的子系统

序号	子系统名称	对应国家医保局业务 应用软件采购项目	约束等级
1	基础信息管理系统	第 8 包	强约束 1
2	医保业务基础子系统		基础约束 1
3	支付方式管理系统	第 3 包	基础约束 2
4	医疗服务价格管理系统		强约束 2
5	跨省异地就医管理系统	第 2 包	强约束 3
6	医疗保障智能监控子系统	第 6 包	基础约束 3
7	基金运行及审计监管子系统		基础约束 4
8	公共服务子系统	第 5 包	基础约束 5
9	信用评价管理系统		基础约束 6
10	药品和医用耗材招采管理系统	第 4 包	基础约束 7
11	内部统一门户子系统	第 1 包	弱约束 1
12	内部控制子系统		基础约束 8
13	宏观决策大数据应用子系统	第 7 包	弱约束 2
14	运行监测子系统		基础约束 9

资料来源：国家医疗保障局 长城证券研究所

各地虽然分包方式不同，但系统组成大致相同：我们对比了国家医保信息平台和新疆、青海、海南、陕西等省的医保信息化平台建设的招标信息，发现各省级平台虽然分包上与国家医保局不同，但大体上的子系统以及实现的功能等设置均以国家医保局项目为模板，除了各地的一些个性化定制外，各子系统与国家医保局的子系统均存在对应关系。高度相似的子系统与功能，将使目前场内的玩家能够将其在对应领域中获得的技术优势和前期国家医保信息平台中标的先发优势转化成为规模优势和行业口碑，厂商将在进一步的招投标中有更大的竞争优势。

表 3: 新疆省项目与国家医保局项目各包对应关系

新疆医疗保障局医疗保障 信息平台建设工程	中标厂商	国家医保局信息平台建设工程业务应用软件采购项目	中标厂商
第 1 包-核心业务经办系统	久远银海	第 8 包-基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创业慧康
第 2 包-公共服务子系统	易联众	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
第 3 包-药品和医用耗材招 采管理子系统	北京华招易联	第 4 包-药品和医用耗材招标采购管理子系统	厦门海西医药交易 中心
第 4 包-医保业务电子档案 管理子系统	废标		
第 5 包-医保智能监管子系 统	平安医疗健康管理	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监 管子系统	卫宁科技
第 6 包-宏观数据分析及决 策系统	平安医疗健康管理	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
		第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监 管子系统	卫宁科技
		第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理
第 7 包-内部业务控制和支 撑系统	东软集团	第 1 包-内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团
		第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系 统	创智和宇
第 8 包-业务财务一体化管 理子系统	北京用友政务	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监 管子系统	卫宁科技
第 9 包-业务异地就医管理 子系统	久远银海	第 2 包-跨省异地就医管理子系统	久远银海

资料来源: 中国政府采购网, 长城证券研究所

进一步的我们对中标的厂商进行了分析, 我们发现中标了国家医保信息平台项目的厂商在相应的各个省份的项目中出现的概率很高, 这也印证了我们上一段所描述的标准化带来的先行者优势; 此外, 在特定的细分领域有些玩家已经占领了较为领先的位置, 比如在大数据决策领域, 在统计的 5 个省中有 4 个省的大数据决策支持系统中标厂商是平安医疗健康管理, 而余下的贵州省的医保信息平台项目系统的第二部分由于公开数据没有项目名称无法确认, 但是中标厂商也为平安医疗管理, 由此判断平安医疗或继续中标大数据决策。

表 4: 青海省项目与国家医保局项目各包对应关系

青海省医疗保障信息 平台建设工程	中标厂商	国家医保局信息平台建设工程业务应用软件采购项目	中标厂商
第 1 包-医保公共服务 子系统	易联众	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
第 2 包-电子档案系统	楚天龙		
第 3 包-医保核心业务 经办系统	创智和宇	第 2 包-跨省异地就医管理子系统	四川久远银海
		第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子 系统	创智和宇
		第 8 包-基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/ 应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创 业慧康
第 4 包-医保内部运行	东软集团	第 1 包-内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团

监督管理子系统		第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
		第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理
第 5 包-医保智能监管分析系统	卫宁科技	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
第 6 包-医保宏观决策大数据应用系统	平安医疗健康管理	第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理
第 7 包-药品和耗材一体化管理系统	北京华招易联	第 4 包-药品和医用耗材招标管理子系统	厦门海西医药交易中心
第 8 包-基金财务管理系统	北京用友政务	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
第 9 包-学习培训	北京执象科技发展		
第 11 包-系统支撑软件	平安医疗健康管理	数据库、中间件及操作系统服务项目	北京宸途科技
		公共服务区基础云平台建设和集成-第 1 包	中国电信集团系统集成
		核心业务区基础云平台建设和集成-第 2 包	中科软科技
第 12 包-云监管医疗信息管理系统	联通系统集成	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
第 13 包-项目总集成服务	太极计算机	第 9 包-应用系统集成服务	东华软件
第 14 包-项目监理服务	北京易柯森特科技	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	北京赛迪工业和信息化工程监理中心
第 15 包-项目测评	浪潮软件集团		

资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

表 5：海南省项目与国家医保局项目各包对应关系

海南省医疗保障局医疗保障信息平台二期建设工程	中标厂商	国家医保局信息平台建设工程软件采购项目	中标厂商
第 1 包-项目集成服务	中科软科技		
第 2 包-中台部署与软件集成	四川久远银海	第 9 包-应用系统集成服务	东华软件
第 3 包-应用支撑和经办子系统	东软集团	第 1 包-内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团
		第 2 包-跨省异地就医管理子系统	四川久远银海
		第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇
		第 8 包-基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创业慧康
第 4 包-医疗保障综合管控系统	卫宁科技	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
第 5 包-智慧决策子系统	平安医疗健康管理	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
		第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理

第 6 包-公共服务子系统	易联众	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
第 7 包-药品和医用耗材招采模块	北京华招易联	第 4 包-药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心
第 8 包-支付方式管理子系统及接口服务	创智和宇	第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇
第 9 包-系统软件	阿里云计算		
第 10 包-医保业务终端	浙江网新恩普软件		
第 11 包-数据备份一体机及安全硬件	海南威龙电脑		
第 12 包-安全软件	中博信息技术研究院		
第 14 包-项目监理服务	海南天平监理咨询	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	北京赛迪工业和信息化工程监理中心
第 16 包-安全等级保护测评	海南世纪网安		

资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

表 6：陕西省项目与国家医保局项目各包对应关系

陕西省医疗保障信息平台建设工程	中标厂商	国家医保局信息平台建设工程软件采购项目	中标厂商
第 1 包-核心经办业务管理子系统-基础信息管理子系统、医保业务基础管理子系统及核心业务中台部署和本地化调整	平安医疗健康管理	第 8 包-基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创业慧康
第 2 包-核心经办业务管理子系统-异地就医管理模块	久远银海	第 2 包-跨省异地就医管理子系统	久远银海
第 3 包-核心经办业务管理子系统-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统、综合基金财务子系统（含业务财务一体化）、与定点医药机构	武汉金豆医疗数据科技	第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇
		第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
第 4 包-公共服务子系统	易联众	第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
第 5 包-数据治理服务采购项目	平安医疗健康管理	第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理
第 6 包-药品和医用耗材招采管理子系统采购项目	北京华招易联	第 4 包-药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心
第 7 包-应用支撑子系统采购项目	东软集团	第 1 包-内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团
第 8 包-公共服务区基础云平台建设和集成采购项目	陕西金鹰	公共服务区基础云平台建设和集成-第 1 包	中国电信集团系统集成
第 9 包-核心业务区基础云平台建设和集成	中移系统集成	核心业务区基础云平台建设和集成-第 2 包	中科软科技
第 10 包-智能监管子系统-医疗保	东软集团	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医	卫宁科技

障智能监管、基金运行及审计监管、场景监控		疗保障职能监管子系统	
第 11 包-智能监管子系统-运行监测	平安医疗健康管理	第 7 包-宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医疗健康管理
第 12 包-信息系统集成和应用系统集成服务采购项目-硬件集成实施服务	陕西北佳		
第 13 包-信息系统集成和应用系统集成服务采购项目-软件集成实施服务	太极计算机	国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务采购项目	太极计算机
第 14 包-服务器、存储设备、网络设备、安全设备（第一批）采购项目	陕西亿杰鑫		
第 15 包-虚拟化运维系统采购项目	四川中天鹰眼		

资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

表 7：贵州省项目与国家医保局项目各包对应关系（不完全）

贵州省医疗保障信息平台建设项目系统	中标厂商	国家医保局信息平台建设工程软件采购项目	中标厂商
第一部分-异地就医管理子系统、医保业务基础子系统、支付方式管理子系统、公共服务子系统、中台系统	久远银海	第 2 包-跨省异地就医管理子系统	久远银海
		第 8 包-基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	易联众、久远银海、创业慧康
		第 3 包-支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇
		第 5 包-公共服务子系统、信用评级管理子系统	易联众
第五部分-应用软件系统总集成（含软件实施）、基金运行及审计监管子系统、医保基金收支全程电子化系统	久远银海	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技
		第 9 包-应用系统集成服务	东华软件
第六部分-医疗保障智能监管子系统并包含相应中台系统	国新健康保障服务	第 6 包-基金运行及审计监管子系统、医疗保障职能监管子系统	卫宁科技

资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

注：第二、第三、第四部分项目名称未知，故未加入

3.2 核心系统主要玩家基本确定

根据现有的公开招投标信息，我们总结核心子系统的主要玩家，在某些细分领域部分厂商已占据了主导地位。按照《指南》中的分类，在内部统一门户子系统为代表的经办管理类应用中，东软集团占据了近 50%，并且在海南省具有较大的优势，而久远银海以及创智和宇则在核心经办系统下具有优势；在公共服务类应用中，药品和医用耗材招采管理子系统主要被华招易联占据，而公共服务子系统则是易联众的主战场；在中台部分久远银海具有较大优势，获得了海南、贵州、青海的中台，平安医疗健康管理获得了陕西省中台项目；在宏观决策大数据应用子系统方面，则主要是平安医保的主领地，目前占据绝对优势。

表 8: 各省份主要核心子系统

主要核心系统	新疆	青海	海南	陕西	贵州
内部统一门户子系统	东软集团	东软集团	东软集团	东软集团	
内部控制子系统	东软集团	东软集团	卫宁科技	东软集团	
医疗服务价格管理子系统	东软集团	创智和宇	东软集团	武汉金豆医疗数据科技	
基础信息管理子系统	久远银海	创智和宇	东软集团	平安医疗健康管理	
跨省异地就医管理子系统	久远银海	创智和宇	东软集团	久远银海	久远银海
药品和医用耗材招采管理子系统	华招易联	华招易联	华招易联	华招易联	
公共服务子系统	易联众	易联众	易联众	易联众	久远银海
公共服务区业务中台	-	久远银海	久远银海	平安医疗健康管理	久远银海
核心业务区业务中台	-	久远银海	久远银海	平安医疗健康管理	久远银海
宏观决策大数据应用子系统	平安医疗健康管理	平安医疗健康管理	平安医疗健康管理	平安医疗健康管理	

资料来源：各省政府采购网，长城证券研究所

注：贵州灰色部分项目信息缺失，故未加入

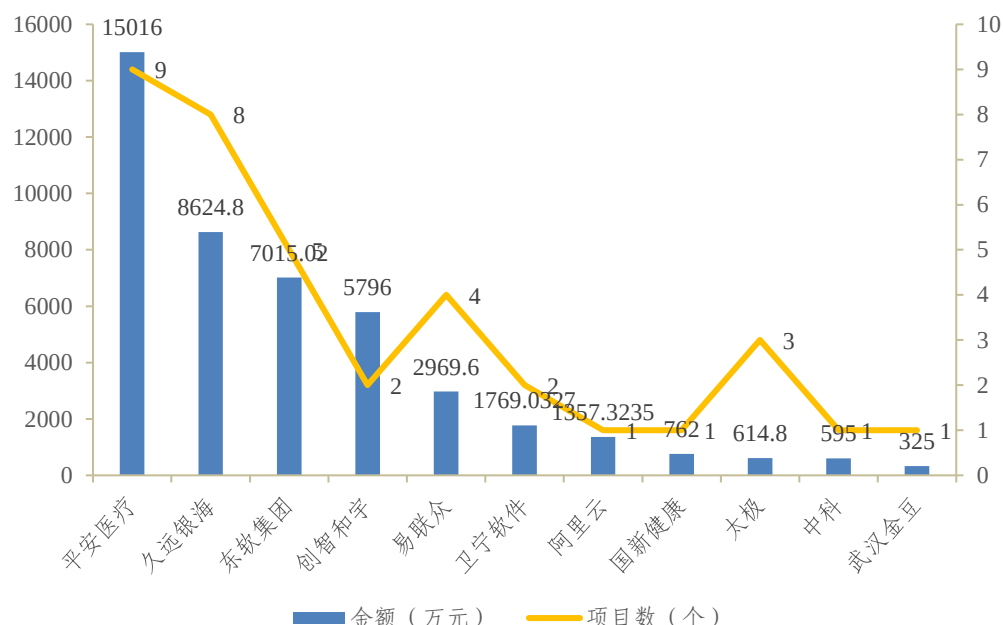
4. 久远银海核心系统优势突出，或将打开新市场

4.1 核心经办、中台等系统陆续中标，彰显公司实力

2019 年 6 月，国家医保局发布的《医疗保障信息平台建设指南》要求各地方在 2020 年底前完成信息平台相关的建设工作；2021 年完成医保信息化平台验收工作。受到疫情的影响，平台建设整体进度较慢，不及预期，部分省份还没有开始初步建设。由于目前各省

份的平台建设进度不一，我们选取进度较快，资料较完善的青海、贵州、海南、陕西和新疆五个省份进行分析，分析结果仅供参考。

图 4: 各公司中标项目数及金额



资料来源：中国政府采购网，各省市政府采购网，长城证券研究所

目前，青海、贵州、海南、陕西、新疆、广东和山西的进度较快，走在平台建设的前列。在我们选取的五个省份已经完成招标的项目中，平安医疗、久远银海和东软集团分别以中标 15,016 万、8,625 万和 7,015 万的中标金额位列前三；数量方面，平安医疗中标 9 个项目居首位，久远银海以 8 个项目的承建紧随其后，东软集团中标 5 个项目位列第三。除此之外，创智和宇、易联众、卫宁科技、国新健康、太极股份、中科软和武汉金豆也在各自优势领域占有一席之地。可以看出，无论是从数量还是金额，久远银海在已招标的项目中占据了较大的市场份额，一方面体现了公司在其细分领域的产品实力，一方面也为日后更多省份的招投标树立示范优势。

表 9: 各公司业务系统中标情况

子系统类别	省份	日期	内容	金额(万元)	中标厂商
核心经办子系统	青海	2020/4/7	医保核心业务经办系统	4,970	创智和宇
	贵州	2020/7/23	医保业务基础子系统	2,586	久远银海
	海南	2020/7/22	应用支撑和经办子系统	2,199	东软集团
	陕西	2020/9/28	基础信息管理、医保业务基础管理子系统	1,398	平安医疗
	陕西	2020/9/28	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统、综合基金财务子系统	325	武汉金豆
	新疆	2020/9/15	核心业务经办系统	2,652	久远银海
	河北	2020/6/11	公开招标-2 包	9.6	久远银海
公共服务子系统	青海	2020/4/7	医保公共服务子系统	1,499	易联众
	贵州	2020/7/23	公共服务子系统	2,586	久远银海
	陕西	2020/9/28	公共服务子系统	568	易联众
	海南	2020/7/22	公共服务子系统	535	易联众

宏观决策大数据和监督管理子系统	新疆	2020/9/15	公共服务子系统	368	易联众
	青海	2020/4/7	医保内部运行监督管理子系统	3,420	东软集团
	青海	2020/4/7	医保智能监管分析系统	397	卫宁软件
	青海	2020/4/7	医保宏观决策大数据应用系统	1,288	平安医疗
	青海	2020/4/7	云监管医疗信息管理系统	3,388	联通系统
	贵州	2020/7/27	医疗保障信息平台建设第二部 分	1,451	平安医疗
	贵州	2020/9/7	医疗保障智能监管子系统并包 含相应中台系统	762	国新健康
	海南	2020/7/22	医疗保障综合管控系统	1,372	卫宁软件
	海南	2020/7/22	智慧决策子系统	929	平安医疗
	陕西	2020/9/28	医疗保障智能监管	800	东软集团
	陕西	2020/9/28	智能监管子系统-运行监测	195	平安医疗
	新疆	2020/9/15	医保智能监管子系统	482	平安医疗
	新疆	2020/9/15	宏观数据分析及决策系统	1,505	平安医疗
	青海	2020/4/30	政务中台实施	6,78	久远银海
	贵州	2020/7/23	中台系统	2,586	久远银海
基础支撑子系统	贵州	2020/9/7	医疗保障智能监管子系统并包 含相应中台系统	762	国新健康
	海南	2020/7/22	中台部署与软件集成	747	久远银海
	陕西	2020/9/28	核心业务中台部署和本地化调 整	1,398	平安医疗

资料来源：中国政府采购网，各省市政府采购网，长城证券研究所

由于《指南》的要求，各地的平台建设虽然具有异质性，但必须具有核心系统的功能，且存在多类强约束系统。从产业调研得知，根据其接触医保核心数据的密切度以及系统的地位，医保信息化平台的核心系统大致可以拆分为四个子系统：**核心经办子系统、公共服务子系统、宏观决策大数据和监督管理子系统**和**基础支撑子系统（又名中台系统）**。从各省的招标情况来看，久远银海在核心业务经办子系统和**中台系统的建设上具有优势。久远银海先后中标了贵州、新疆、河北核心经办子系统；青海、贵州和海南的中台系统。**在核心业务经办子系统和**中台系统的建设上**横向对比具有明显优势；纵向来看，核心业务系统的拓展性较好，可以延展出相关的分支系统，具有较好的成长性。

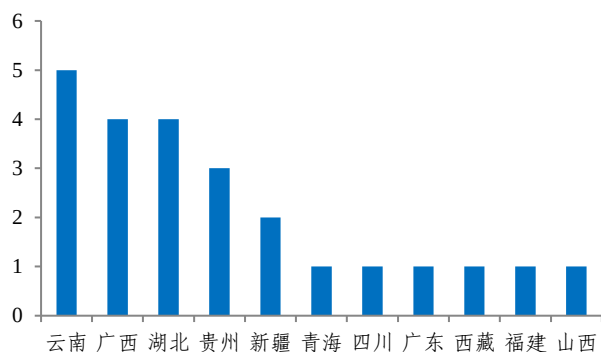
除此之外，久远银海在异地就医子系统的建设方面有较明显的优势。2020年5月3日，由久远银海承建的国家医疗保障局医疗保障信息平台第2包跨省异地就医管理子系统成功上线，并于7月10日通过初验，目前正在平稳运行。同时，久远银海在贵州、陕西、新疆、云南和广西的异地就医子系统成功中标，在异地就医系统方面具有技术壁垒的优势，有潜力继续拓展市场。

4.2 区域扩展成效显著，原有优势有望巩固

公司业务区域扩展成效初显，势头可期。公司在2018到2019年在云南、广西、湖北、贵州、新疆等省份中系统数量较多，其中云南达到5个。2020年新增省份包括河北、海南等，其中青海、海南等均中标中台等核心系统，充分印证公司在区域扩展过程中广

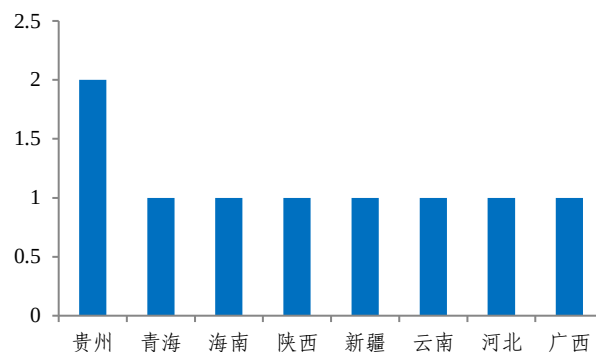
与深度共进，加上公司过去的多个优势地区省份尚未结束招标，未来公司客户资源有保障，随着公司的研发投入进一步提高，销售体系战略纵深将继续向全国延伸，公司获取市场资源的能力会进一步提高，盈利边际逐步打开。

图 5: 2018-2019 年久远银海中选各省医保系统数量统计



资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

图 6: 2020 年久远银海中选各省医保系统数量统计



资料来源：中国政府采购网，长城证券研究所

5. 业绩情况与预测

我们对公司 2020-2022 年业绩进行了分拆预测，假设条件与分拆预测结果如下：

(1) 数字政务及智慧城市：其主要包括人社、民政、住房金融、工会以及智慧城市。人社领域目前金保工程已接近高峰建设期尾声，根据公司在人社领域的现有订单以及 10 余省、近百市的客户数来看，预计未来三年增速预计将回归至 10-13% 之间。民政领域，公司承建民政部项目，受金民工程利好影响，预计未来三年将保持 100% 以上增长（目前基数相对较小）；住房金融领域根据目前在手订单以及市场占有率来看，预计仍将保持高速增长。由此可见，民政及住房金融有望成为近期业绩高速增长点，预计数字政务及智慧城市在 2020-2022 年收入增速分别为 12.72%、17.10%、18.15%。

(2) 医疗医保：公司目前的业务主要包括面向医院的信息化建设以及医保端主要项目，公司有望凭借在国家医保局平台中所建立的技术优势以及在人社领域的客户优势充分受益行业发展，参考目前各省市新系统及平台的建设进度，预计医疗医保领域 2020-2022 年的收入增速分别为 16.16%、122.57%、24.19%。

(3) 军民融合：公司正积极推进军工基础技术平台研发和重点军民融合项目建设，并围绕自主可控，以对外提供适配服务为目标，推进自主可控实验室建设，并打造银海自主可控数据库中间件。预计此部分 2020-2022 的收入增速为 20.00%、20.00%、20.00%。

表 10: 分业务营业收入预测表（单位：百万元）

业务分类		2019A	2020E	2021E	2022E
主营业务	数字政务及智慧城市	564.47	635.77	744.49	879.58
	增速%	13.34%	12.72%	17.10%	18.15%
	医疗医保	385.44	445.12	990.70	1230.34
	增速%	21.84%	16.16%	122.57%	24.19%
	军民融合	56.86	68.23	81.87	98.25

	增速%	32.36%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	其他业务	9.61	11.54	13.84	16.61
	增速%	41.65%	20.00%	20.00%	20.00%
	合计	1016.38	1160.65	1830.90	2224.78
	增速%	17.62%	14.19%	57.75%	21.51%

注：以上 2020-2022 年数据均为在公司定期报告、公司公开披露的机构调研纪要的基础上进行假设测算而得出的结果，仅供投资者参考。

资料来源：公司定期报告，公司公开披露的机构调研纪要，长城证券研究所

考虑到公司在医保信息化行业、民政信息化的整体地位以及新医保、金民工程所带来的行业契机，我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 11.61、18.31、22.25 亿元，实现净利润 1.82、2.95、3.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.58、0.94、1.06 元，参考 2020 年 10 月 21 日收盘价，对应 PE 分别 37.88X、23.41X、20.67X，继续给予“强烈推荐”评级。

6. 风险提示

医保局 IT 需求不及预期；订单落地不及预期；金民工程落地不及预期；军民融合业务发展波动的风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	864.14	1016.38	1160.65	1830.90	2224.78	成长性					
营业成本	495.19	513.40	578.11	875.90	1090.25	营业收入增长	25.2%	17.6%	14.2%	57.7%	21.5%
销售费用	80.59	98.30	109.78	173.65	212.20	营业成本增长	26.4%	3.7%	12.6%	51.5%	24.5%
管理费用	95.87	112.07	132.88	209.79	259.30	营业利润增长	23.1%	33.4%	14.9%	61.7%	13.0%
研发费用	44.84	85.39	99.83	160.22	195.69	利润总额增长	27.6%	28.8%	15.8%	61.4%	12.9%
财务费用	-6.37	-7.36	-12.27	-8.26	-9.18	净利润增长	30.7%	36.1%	12.9%	61.8%	13.2%
其他收益	18.50	10.81	12.98	14.92	16.42	盈利能力					
投资净收益	0.00	6.59	1.63	2.04	2.56	毛利率	42.7%	49.5%	50.2%	52.2%	51.0%
营业利润	148.62	198.21	227.77	368.24	416.20	销售净利率	15.3%	17.8%	17.6%	18.1%	16.8%
营业外收支	4.96	-0.40	1.26	1.34	1.07	ROE	11.9%	14.5%	14.5%	19.9%	19.1%
利润总额	153.58	197.81	229.04	369.59	417.27	ROIC	35.4%	220.4%	-250.9%	453.1%	-398.5%
所得税	21.11	16.48	24.65	38.62	42.57	营运效率					
少数股东损益	13.77	19.84	21.99	35.81	40.47	销售费用/营业收入	9.3%	9.7%	9.5%	9.5%	9.5%
净利润	118.70	161.49	182.39	295.16	334.24	管理费用/营业收入	11.1%	11.0%	11.4%	11.5%	11.7%
资产负债表	(百万)					研发费用/营业收入	5.2%	8.4%	8.6%	8.8%	8.8%
流动资产	1610.43	1678.99	1937.95	2724.31	2905.09	财务费用/营业收入	-0.7%	-0.7%	-1.1%	-0.5%	-0.4%
货币资金	760.76	802.57	1206.89	1266.07	1664.80	投资收益/营业利润	0.0%	3.3%	0.7%	0.6%	0.6%
应收票据及应收账款合计	189.38	274.71	118.82	534.43	290.48	所得税/利润总额	13.7%	8.3%	10.8%	10.4%	10.2%
其他应收款	51.11	50.56	76.16	115.00	122.48	应收账款周转率	5.26	4.38	5.97	5.67	5.45
存货	315.62	287.39	391.63	637.16	643.39	存货周转率	1.52	1.70	1.70	1.70	1.70
非流动资产	346.29	366.39	375.93	440.29	468.81	流动资产周转率	0.63	0.62	0.64	0.79	0.79
固定资产	94.58	93.43	101.30	162.26	189.05	总资产周转率	0.53	0.51	0.53	0.67	0.68
资产总计	1956.72	2045.38	2313.89	3164.60	3373.90	偿债能力					
流动负债	715.86	746.59	858.33	1456.49	1365.88	资产负债率	43.0%	38.9%	39.1%	47.6%	41.9%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.25	2.25	2.26	1.87	2.13
应付款项	68.00	95.93	80.28	191.71	146.90	速动比率	1.40	1.85	1.78	1.42	1.64
非流动负债	126.44	49.75	46.99	48.65	48.28	每股指标 (元)					
长期借款	75.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS	0.38	0.51	0.58	0.94	1.06
负债合计	842.30	796.34	905.32	1505.14	1414.17	每股净资产	3.25	3.62	4.06	4.75	5.57
股东权益	1114.42	1249.04	1408.57	1659.46	1959.74	每股经营现金流	-0.23	1.41	1.12	0.79	1.74
股本	172.54	224.30	314.02	314.02	314.02	每股经营现金/EPS	-0.60	2.74	1.93	0.85	1.63
留存收益	301.53	419.89	561.66	794.40	1056.70						
少数股东权益	94.97	111.24	133.23	169.04	209.50	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债和权益总计	1956.72	2045.38	2313.89	3164.60	3373.90	PE	58.20	42.78	37.88	23.41	20.67
现金流量表	(百万)					PEG	2.08	1.47	1.54	0.66	0.76
经营活动现金流	220.74	170.69	351.13	249.44	545.37	PB	6.78	6.07	5.42	4.64	3.95
其中营运资本减少	-216.21	257.11	130.53	-107.91	137.88	EV/EBITDA	40.70	30.13	25.02	15.42	12.74
投资活动现金流	-429.72	-17.46	88.56	-120.11	-81.03	EV/SALES	7.37	5.91	4.95	3.12	2.40
其中资本支出	84.51	44.90	9.52	64.36	28.52	EV/IC	5.58	5.08	4.36	3.72	2.98
融资活动现金流	389.10	-122.44	-35.37	-70.15	-65.61	ROIC/WACC	3.39	21.10	-24.01	43.30	-38.01
净现金总变化	180.11	30.79	404.32	59.19	398.73	REP	1.65	0.24	-0.18	0.09	-0.08

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>