

长亮科技 (300348)

证券研究报告

2020 年 08 月 31 日

挺进大行，卡位核心系统意味着什么？

1、只有卡位核心，业务更有长期空间

全球银行 IT 巨头，银行业务无一不是以核心系统为核心，再拓展外围。以 FIS 为例，公司从为银行提供数据处理方案起家，深耕银行核心系统，在该领域拥有深厚积累；公司通过不断收购行业细分领域公司，丰富外围金融系统，成长为当前全球领先的银行和资本市场公司技术解决方案提供商。银行核心系统是银行业务系统运作的核心，地位关键，有较高的安全与技术壁垒。长亮深耕该领域多年，在分布式核心系统的客户数量上优势明显，靠强劲的自主研发实力不断筑高城墙。

2、技术上大行核心的切换，需要长亮助力

从技术能力上讲，传统大行 IT 部门能力仍在传统集中式核心，不具备构建分布式系统的能力。但目前传统的集中式架构已无法满足互联网+金融高用户量、高数据量、高并发的需求，分布式架构技术切换迫切。从业务诉求上讲，各银行目前在核心业务领域有同时满足稳态业务和敏态业务的相关诉求。长亮产品很好的解决了两种业务模式并行的问题，未来产品推广空间很大。且长亮在分布式系统领域案例众多：在互联网银行领域，标杆客户有 2014 年微众银行；在股份制银行领域，标杆客户有 2015 年平安银行；在国有大行领域，标杆客户有 2020 年邮储银行。其他供应商暂无国有大行分布式核心的案例，长亮为分布式核心系统领域稀缺标的。

3、卡位大行核心并提供外围产品，预期远期业务空间有望超百亿

长亮在分布式核心系统上占据领先地位，并在互联网银行、股份制银行和国有大行布局上均有重大突破，本次借助邮储银行新核心技术平台，未来可能向国有大行核心系统领域全面进发。我们假设长期长亮将占据全国 50% 左右的核心系统份额，在核心系统领域的远期空间在 100 亿左右；其他外围系统占据全国 10% 左右的份额，远期空间在 93 亿左右。

4、国产化与海外市场突破带来新空间，合理估值应为 250 亿

考虑到长亮分布式银行核心系统的龙头地位、不断加大的研发投入筑高城墙、国产化浪潮、以及海外市场拓展顺利带来的新空间，我们给予公司 2022 年 50X PE，公司 2022 年净利润预计为 5.1 亿元，则合理估值应为 250 亿。维持买入评级。

风险提示：银行 IT 行业增速低于预期、公司核心系统业务发展进程低于预期、海外市场政策风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087.50	1,311.13	1,743.80	2,389.00	3,320.71
增长率(%)	23.63	20.56	33.00	37.00	39.00
EBITDA(百万元)	164.75	391.35	331.75	523.01	716.41
净利润(百万元)	56.45	137.93	252.32	373.00	519.33
增长率(%)	(35.62)	144.32	82.94	47.83	39.23
EPS(元/股)	0.08	0.19	0.35	0.52	0.72
市盈率(P/E)	268.58	109.93	60.09	40.65	29.20
市净率(P/B)	12.32	10.19	7.51	6.78	5.81
市销率(P/S)	13.94	11.56	8.70	6.35	4.57
EV/EBITDA	29.64	24.79	43.52	28.11	20.68

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	722.72
流通 A 股股本(百万股)	583.25
A 股总市值(百万元)	15,372.16
流通 A 股市值(百万元)	12,405.69
每股净资产(元)	1.58
资产负债率(%)	39.53
一年内最高/最低(元)	31.07/15.39

作者

沈海兵	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001	
shenhaibing@tfzq.com	
缪欣君	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003	
miaoxinjun@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《长亮科技-季报点评:19 年多项经营成果超预期，三大因素驱动中长期景气度上行》 2020-04-26
- 2 《长亮科技-公司专题研究:向国有大行全面进发》 2020-03-26
- 3 《长亮科技-季报点评:Q3 营收增速属短期波动，看好 Q4 与全年业绩表现》 2019-10-21

内容目录

1. 只有卡位核心，业务更有长期空间.....	3
2. 技术上大行核心的切换，需要长亮助力	3
3. 卡位大行核心并提供外围产品，预期远期业务空间有望超百亿收入	5
4. 国产化与海外市场突破带来新空间，合理估值 250 亿.....	7

图表目录

图 1：全球顶尖银行 IT 公司，银行业务都是从核心系统延伸（IDC Fintech 100 排名）.....	3
图 2：银行有同时满足稳态业务和敏态业务的诉求	4
图 3：长亮在分布式核心系统具备丰富案例	4
图 4：长亮主要产品研发迭代过程	5
图 5：2019 年长亮各产品占营业收入比重	5
图 6：2022 年中国银行业各解决方案子市场规模预测，长亮为多个子市场重要参与者	6
图 7：长亮业务远期空间测算	6
表 1：传统大厂 IT 能力与长亮能力对比	3
表 2：银行核心系统集中式架构与分布式架构对比	3
表 3：更高的产品化能力，长亮五年平均人均产出高于其他银行 IT 厂商 18%和 14s%	7
表 4：盈利预测	7
表 5：可比公司估值	7

1. 只有卡位核心，业务更有长期空间

全球银行 IT 巨头，银行业务无一不是以核心系统为核心，再拓展外围。以 FIS 为例，公司的前身 Systematics 从为银行提供数据处理方案起家，以为银行提供技术解决方案为中心，深耕银行核心系统，在该领域拥有深厚积累；之后公司通过不断收购金融行业细分领域公司，丰富外围系统，成长为当前全球领先的银行和资本市场公司技术解决方案提供商。

银行核心系统是银行业务系统运作的核心，地位关键，有较高的安全与技术壁垒。长亮深耕该领域多年，在分布式核心系统的客户数量上优势明显，靠强劲的自主研发实力不断筑高城墙。

图 1：全球顶尖银行 IT 公司，银行业务都是从核心系统延伸（IDC Fintech 100 排名）

市场地位	全球顶尖银行IT公司	银行核心系统产品	丰富外围系统
FinTech TOP1		FIS Modern Banking Platform、Managed Bank Connectivity	数字化渠道，支付，反欺诈，外包，财富管理，贷款等
FinTech TOP2		TCS BaNCS	支付、财富管理、贷款、风险管理、网上开户等
FinTech TOP3		Digitize Core Banking	数字银行、借贷，银行卡，支付、财富管理、渠道管理
FinTech TOP4		Signature Core Bank Platform	付款、客户与渠道管理、风险合规、优化服务等
FinTech TOP6		EdgeVerve Finacle Core Banking Solution	企业银行、支付、虚拟账户、流动性管理等

资料来源：IDC、各公司官网、天风证券研究所

2. 技术上大行核心的切换，需要长亮助力

1) 技术能力：从技术能力上讲，由于目前大多数银行的核心系统依然采用的是集中式架构，因此传统大行 IT 团队能力仍在传统集中式核心，即以 COBOL 语言为基础，部署在传统大型机，采用 DB2、Oracle 等商业数据库，并不具备构建分布式系统的能力。但传统的集中式架构已无法满足目前互联网+金融高用户量、高数据量、高并发的需求，分布式架构技术切换迫切。长亮通过长期自主研发和技术积累，已经成功将 Java 语言开发的分布式架构核心系统运用在传统银行业务上，可在国产数据库上运行，可部署在 X86 硬件平台，支持亿级的数据量和亿级的交易量，不依赖于任何特定硬件服务器和系统软件，能够真正支持国内商业银行的国产化替代。

表 1：传统大厂 IT 能力与长亮能力对比

比较维度	传统大行 IT 部门能力	长亮
银行核心系统能力	能力仍在传统集中式核心	掌握分布式核心系统能力
计算机语言	COBOL 语言	JAVA 语言
数据库	Oracle/DB2	国产数据库/开源数据库
服务器部署	传统大型机	X86 服务器

资料来源：长亮年报、《分布式架构在银行核心业务系统的应用》金磐石、天风证券研究所

表 2：银行核心系统集中式架构与分布式架构对比

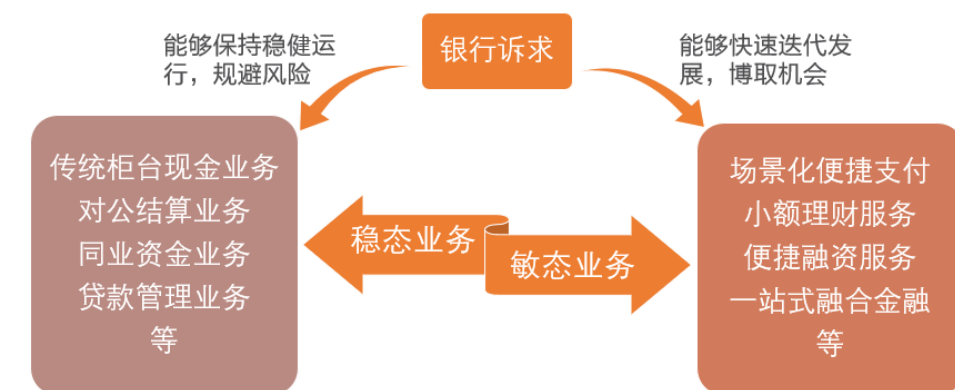
比较维度	集中式架构	分布式架构
------	-------	-------

成本	- 被 IOE 三家垄断，硬件价格昂贵 - 需不断扩容，持续投入大	- 基于廉价 PC，成本低 - 具有规模效应，边际成本递减
安全性	IOE 等巨头垄断，可控性相对较差	自主研发，可控性强
兼容性	- 限制较多 - 不适用于非结构化大数据处理 - 硬件平台之间的兼容性差	- 灵活、兼容性高 - X86 服务器快速实现
容量扩展	通过垂直扩展提升系统能力，达到一定容量后无法继续提升	系统容量可以无限扩容
可用性	- 可用性一般 - 出现故障可能导致整个系统无法使用	- 可用性高 - 部分出现故障不影响整体使用
数据一致性	数据一致性高	面临数据一致性挑战
运维难度	- 部署和维护相对简单 - 故障排查比较方便 - 集中管理	- 维护难度较大 - 新型运维工具须同步建设
需求响应速度	响应较慢	可以快速响应

资料来源：VERTIV《数字化时代的银行数据中心关键基础设施白皮书》、dbaplus、蚂蚁技术团队、天风证券研究所

2) 业务诉求：各银行目前在核心业务领域有同时满足稳态业务和敏态业务的相关诉求。稳态业务指的是银行传统类的金融业务，要求 IT 系统要能够规避风险，稳健运行；敏态业务主要指新兴互联网业务，要求系统能够实现场景化便捷支付、小额理财等新兴金融服务。在当前既有传统业务又有新兴金融互联网业务的现实场景下，一个 IT 架构能够同时满足稳态业务和敏态业务的需求迫切。长亮的分布式核心系统就很好的为银行解决了两种业务模式并行的问题，未来产品推广空间很大。

图 2：银行有同时满足稳态业务和敏态业务的诉求



资料来源：分布式核心业务系统分享会、小鹅通、天风证券研究所

3) 丰富案例：长亮在分布式系统上多年积累，拥有丰富案例。公司 14 年承建微众银行核心业务系统项目，微众银行有 2 亿客户数，产品实力获得互联网巨头认可。15 年 9 月，公司实现股份制银行突破，启动平安银行新银行核心系统（腾龙）建设，平安银行有近 1 亿客户数。2020 年 4 月，公司中标邮储银行新核心技术平台和银行汇款组件项目，邮储银行拥有 6 亿客户数，这标志着长亮开始向国有大行核心系统领域全面进发。而其他供应商暂无大行分布式核心的案例，长亮为分布式核心系统领域龙头企业。

图 3：长亮在分布式核心系统具备丰富案例

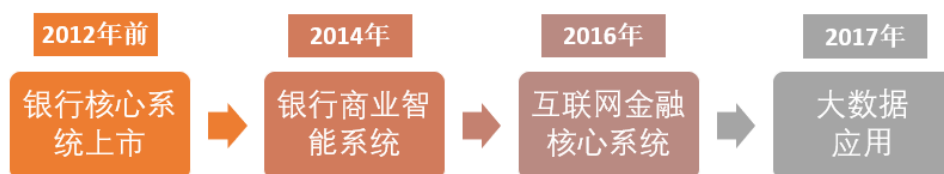


资料来源：中国物流与采购网，证券时报，长亮官网，长亮年报，金融界，东方财富，天风证券研究所

3. 卡位大行核心并提供外围产品，预期远期业务空间有望超百亿收入

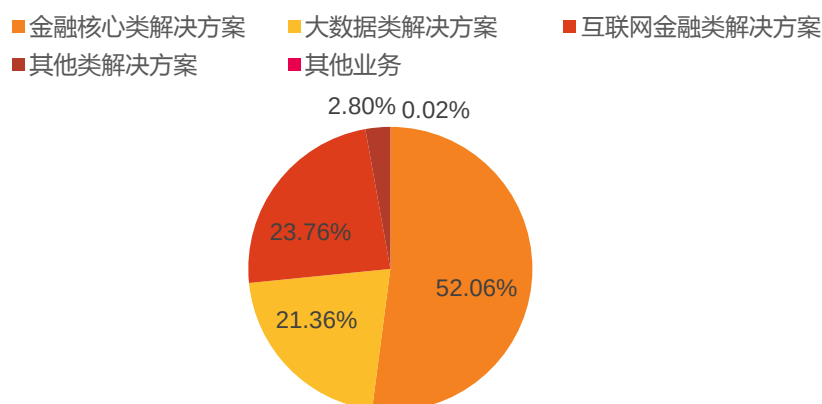
公司一直以来保持着较高的研发投入，技术优势、先发优势明显。产品具备很强的扩展性和可用性，可以灵活根据客户需求实施定制化的解决方案。截止 2019 年，公司已经累计服务客户 800+。银行核心系统等主要解决方案更是一直处于业内领先地位，并且随着几年来的积累，公司金融大数据类业务也逐渐占据了业内头部位置。

图 4：长亮主要产品研发迭代过程



资料来源：长亮年报、天风证券研究所

图 5：2019 年长亮各产品占营业收入比重

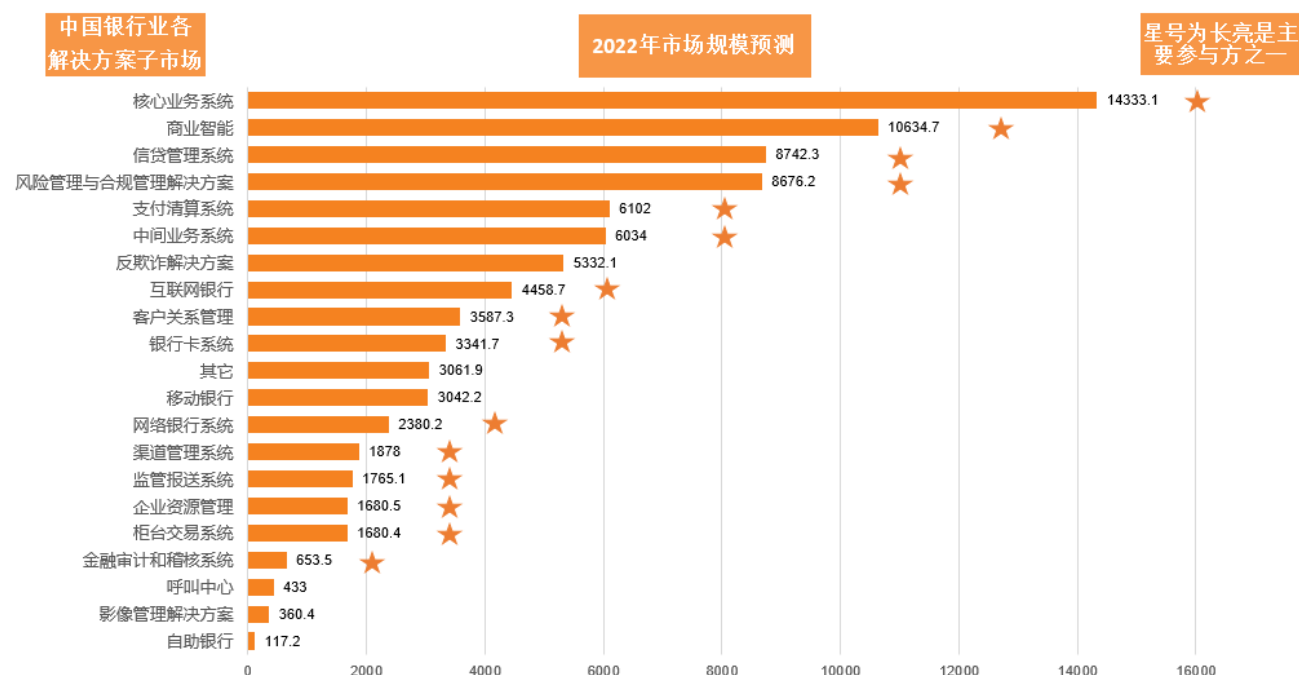


资料来源：长亮年报、天风证券研究所

预估长亮将在未来占据全国 50%左右的核心系统份额，在核心系统领域的远期空间在 100 亿左右。我们预计中国银行业 IT 解决方案市场长期年均复合增长率约为 18%，则长期市场规模可能将达到 1276.5 亿元。根据 IDC 预测，2022 年银行核心系统解决方案的市场规模比例约为整个银行业 IT 解决方案市场规模的 16%。如果我们假设该比例保持不变，则银行

核心系统解决方案的市场规模长期来看将达到约 204.2 亿。目前长亮在分布式核心系统上占据领先地位，并在互联网银行、股份制银行和国有大行布局上均有重大突破，我们假设长亮将在未来占据全国 50% 左右的核心系统份额，则其在核心系统领域的远期空间在 100 亿左右。

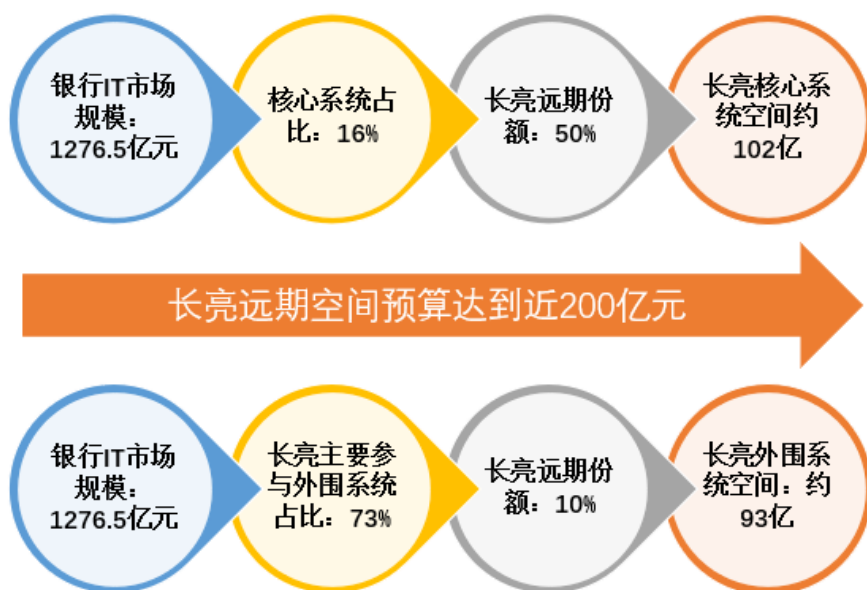
图 6：2022 年中国银行业各解决方案子市场规模预测，长亮为多个子市场重要参与者



资料来源：IDC、天风证券研究所

除银行核心系统外，长亮也不断丰富外围系统，我们假设长亮未来将占据全国 10% 左右的份额，外围系统远期空间在 93 亿左右。长亮涉及在互联网银行、支付与清算、中间业务、信贷管理系统、渠道管理、柜台交易系统、银行卡、网络银行、移动银行、企业资源管理、风险管理、商业智能、客户关系管理、监管报送系统、金融审计与稽核等领域的解决方案。这些解决方案的市场规模占比约为整个银行业 IT 解决方案市场规模的 73%，预计市场规模将达到约 931.8 亿。我们假设长亮将在这些领域未来占据全国 10% 左右的份额，则其远期空间在 93 亿左右。

图 7：长亮业务远期空间测算



资料来源：IDC、天风证券研究所

除拥有较高业务空间外，还具有高度的产品化能力。根据我们测算，长亮五年平均人均产出高于其他银行 IT 厂商 3.8 万元和 3.1 万元。高额的远期业务空间和高度的产品化能力将公司的盈利水平保驾护航，长期看好公司发展。

表 3：更高的产品化能力，长亮五年平均人均产出高于其他银行 IT 厂商 18%和 14s%

公司/人均产出(万元)	2015	2016	2017	2018	2019	五年平均
长亮科技	23.2	23.3	25.7	25.5	26.5	24.8
A 厂商	22.1	19.7	20.8	21.7	20.4	21.0
B 厂商	20.6	22.7	21.7	21.7	21.9	21.7

资料来源：Wind、天风证券研究所

4. 国产化与海外市场突破带来新空间，合理估值 250 亿

考虑长亮分布式银行核心系统的龙头地位、不断加大研发投入筑高城墙、国产化浪潮以及海外市场拓展顺利带来的新空间，我们给予长亮 50X PE，公司 2020/2021/ 2022 年净利润预计为 2.5/3.7/5.1 亿元，则合理估值为 250 亿。

2019 年，公司实现营业收入 131,112.52 万元，增长 20.56%；净利润为 13,792.60 万元，同比增长了 144.32%。公司本次借助中标邮储银行新核心技术平台，有机会向国有大行核心系统领域全面进发；同时公司不断加大研发投入，技术城墙不断筑高。2019 年，公司海外市场实现营业收入 15,028.66 万元，相比 2018 年增长 134.56%，占到整体收入的 11.46%，增长速度加快，对整体收入的重要程度加深。

考虑到海外市场广阔成长空间以及长亮海外拓展战略的初步成功，我们认为若海外市场进展顺利，也将促进长亮业绩发展。中期营业收入和净利润看好，我们预估其净利润 2020/2021/2022 年增长率约为 81%/47%/39%。公司未来三年净利润复合增速 40%以上位置，考虑公司的行业地位和稀缺性，同时参考行业内可比公司平均估值，我们给予公司 2022 年 50 倍 PE 估值，对应 2022 年估值 250 亿元。

表 4：盈利预测

盈利预测	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,087.50	1,311.13	1,743.80	2,389.00	3,320.71
增长率(%)	23.63	20.56	33.00	37.00	39.00
净利润(百万元)	56.45	137.93	252.32	373.00	519.33
增长率(%)	(35.62)	144.32	82.94	47.83	39.23

资料来源：Wind、天风证券研究所

表 5：可比公司估值

可比公司 PE	2020E	2021E	2022E
科蓝软件	127	79	47
恒生电子	90	73	58
平均值	-	-	52.5
长亮科技	-	-	50

资料来源：wind、天风证券研究所

风险提示：

银行 IT 行业增速低于预期：我们对长亮远期空间的预测，建立在未来 5 年内银行 IT 行业每年保持较高增长的基础上。如果受各方面因素影响，银行 IT 行业未保持预期增速，则长亮的远期业务空间可能低于预期水平。

公司核心系统业务发展进程低于预期：核心系统技术要求高，且银行核心业务系统一般在 5-10 年会更新换代。如果公司不能准确把握技术发展趋势，或者开发的产品不能满足市场发展需要，则其核心系统业务的发展会受到不利影响。

海外市场政策风险：海外市场政策不确定性大，公司海外业务的展开受到海外相关政策的较大影响。新冠疫情的爆发，也显著增加了未来海外市场的不确定性。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	549.93	629.29	1,110.87	1,141.68	1,206.39
应收票据及应收账款	682.43	911.92	1,028.73	1,574.98	2,044.18
预付账款	1.58	1.96	6.17	3.14	9.09
存货	0.19	2.04	1.49	2.14	4.12
其他	17.05	30.50	64.38	33.56	104.62
流动资产合计	1,251.18	1,575.71	2,211.64	2,755.50	3,368.40
长期股权投资	5.12	0.18	0.18	0.18	0.18
固定资产	269.83	254.21	263.52	292.91	321.35
在建工程	0.00	0.00	36.00	69.60	71.76
无形资产	93.82	144.31	113.46	82.62	51.77
其他	203.11	220.38	177.56	183.07	190.11
非流动资产合计	571.87	619.08	590.73	628.38	635.17
资产总计	1,823.05	2,194.79	2,802.36	3,383.89	4,003.58
短期借款	150.00	280.00	400.00	700.00	880.00
应付票据及应付账款	11.59	28.57	15.94	48.10	41.92
其他	141.65	205.24	221.79	214.55	298.01
流动负债合计	303.24	513.81	637.73	962.66	1,219.93
长期借款	52.33	44.85	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	227.08	137.80	131.48	165.45	144.91
非流动负债合计	279.40	182.65	131.48	165.45	144.91
负债合计	582.65	696.46	769.22	1,128.11	1,364.85
少数股东权益	9.73	11.00	14.24	20.91	28.20
股本	321.52	481.81	722.72	722.72	722.72
资本公积	767.05	670.37	670.37	670.37	670.37
留存收益	1,126.54	1,136.47	1,296.19	1,512.15	1,887.81
其他	(984.44)	(801.31)	(670.37)	(670.37)	(670.37)
股东权益合计	1,240.41	1,498.33	2,033.15	2,255.78	2,638.73
负债和股东权益总计	1,823.05	2,194.79	2,802.36	3,383.89	4,003.58

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	58.14	139.50	252.32	373.00	519.33
折旧摊销	34.55	45.85	45.54	47.86	50.25
财务费用	11.68	20.23	17.08	28.40	46.48
投资损失	(0.75)	2.18	3.99	3.99	3.99
营运资金变动	8.41	(298.25)	(126.55)	(452.50)	(499.07)
其它	(94.04)	199.32	3.40	6.79	7.46
经营活动现金流	18.00	108.83	195.77	7.54	128.44
资本支出	(164.33)	162.39	66.32	46.03	70.54
长期投资	2.24	(4.93)	0.00	0.00	0.00
其他	102.05	(235.35)	(130.31)	(130.02)	(124.53)
投资活动现金流	(60.03)	(77.89)	(63.99)	(83.99)	(53.99)
债权融资	213.54	332.33	420.10	712.93	893.50
股权融资	105.23	137.63	355.45	(27.73)	(45.81)
其他	(113.07)	(524.81)	(425.75)	(577.93)	(857.43)
筹资活动现金流	205.70	(54.86)	349.79	107.27	(9.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	163.66	(23.92)	481.57	30.82	64.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,087.50	1,311.13	1,743.80	2,389.00	3,320.71
营业成本	535.61	633.17	837.02	1,134.78	1,560.73
营业税金及附加	5.14	5.92	7.71	10.88	14.93
营业费用	86.70	86.12	104.63	119.45	166.04
管理费用	307.67	242.87	317.37	419.51	604.37
研发费用	94.22	154.92	174.38	215.01	298.86
财务费用	8.30	13.09	17.08	28.40	46.48
资产减值损失	24.05	(5.83)	12.48	10.23	5.63
公允价值变动收益	2.51	0.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.75	(2.18)	(3.99)	(3.99)	(3.99)
其他	(13.62)	39.98	7.98	7.98	7.98
营业利润	36.16	142.19	269.14	446.76	619.69
营业外收入	0.12	0.23	0.14	0.16	0.18
营业外支出	0.11	0.12	0.10	0.11	0.11
利润总额	36.18	142.30	269.18	446.81	619.75
所得税	(21.96)	2.80	13.46	67.02	92.96
净利润	58.14	139.50	255.72	379.79	526.79
少数股东损益	1.69	1.57	3.40	6.79	7.46
归属于母公司净利润	56.45	137.93	252.32	373.00	519.33
每股收益（元）	0.08	0.19	0.35	0.52	0.72

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	23.63%	20.56%	33.00%	37.00%	39.00%
营业利润	-64.41%	293.20%	89.28%	65.99%	38.71%
归属于母公司净利润	-35.62%	144.32%	82.94%	47.83%	39.23%
获利能力					
毛利率	50.75%	51.71%	52.00%	52.50%	53.00%
净利率	5.19%	10.52%	14.47%	15.61%	15.64%
ROE	4.59%	9.27%	12.50%	16.69%	19.89%
ROIC	8.22%	18.31%	24.48%	31.20%	31.92%
偿债能力					
资产负债率	31.96%	31.73%	27.45%	33.34%	34.09%
净负债率	-27.12%	-19.82%	-33.98%	-19.01%	-11.86%
流动比率	4.13	3.07	3.47	2.86	2.76
速动比率	4.13	3.06	3.47	2.86	2.76
营运能力					
应收账款周转率	1.81	1.64	1.80	1.84	1.84
存货周转率	2,168.20	1,175.98	987.51	1,313.88	1,059.48
总资产周转率	0.66	0.65	0.70	0.77	0.90
每股指标（元）					
每股收益	0.08	0.19	0.35	0.52	0.72
每股经营现金流	0.02	0.15	0.27	0.01	0.18
每股净资产	1.70	2.06	2.79	3.09	3.61
估值比率					
市盈率	268.58	109.93	60.09	40.65	29.20
市净率	12.32	10.19	7.51	6.78	5.81
EV/EBITDA	29.64	24.79	43.52	28.11	20.68
EV/EBIT	37.11	27.92	50.45	30.94	22.24

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com