

金润科技(430120.OC) 软件行业

评级：买入首次评级

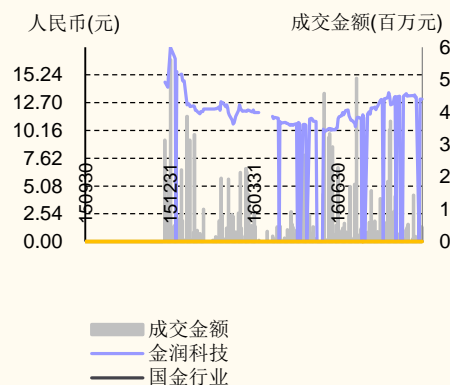
公司深度研究

市场价格(人民币)：13.01元
 目标价格(人民币)：16.00-18.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 57.89
 总市值(百万元) 1,561.20
 年内股价最高最低(元) 17.75/10.00
 沪深300指数 3244.39



招标采购互联网平台开发运营领跑者

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	2.472	0.302	0.418	0.600	0.870
每股净资产(元)	7.13	3.92	4.34	4.89	5.76
每股经营性现金流(元)	2.30	0.18	1.19	0.55	0.82
市盈率(倍)	N/A	57.62	29.15	20.33	14.02
行业优化市销率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	60.84%	72.58%	38.51%	43.42%	45.01%
净资产收益率(%)	34.67%	7.71%	9.65%	12.28%	15.11%
总股本(百万股)	8.50	120.00	120.00	120.00	120.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **电子招投标产业加速成长。**政府出台一系列政策，使得电子招投标产业规范化，试点范围也在不断扩大；政府采购金额逐年增长，2014年已经达到1.7万亿，占GDP和财政支出的比重也同步上升，其中工程类达1.0万亿；目前国内省会城市和直辖市大部分已实施电子招投标平台，市场较稳定，而市县级仍有较大市场空间。
- **建筑行业信息化趋势明显，BIM软件需求空间巨大。**2014年，建筑业总产值达17.7万亿元，但建筑业IT投资占比不足0.1%，仍有巨大的空间；BIM软件是建筑行业信息化的高级阶段，是行业的选择，但由于产品同质化现象严重，市场竞争非常激烈。
- **先发优势+唯一性平台构筑电子招投标行业壁垒。**
 - (1) 政府招标平台的唯一性和强制性，构筑了公司的超高壁垒：垄断性。公司凭借多年的经验和全国各地成功的案例，建立起自己的品牌效应。两大特点：与政府形成超强粘性关系：政府与投标人形成强制关系，为公司带来显著竞争优势。
 - (2) 公司介入时机准确，布局先发优势明显，已然形成一定品牌优势和规模。公司布局时间早，已经覆盖12个省，以及8家大型招标代理机构，市场占有率占据行业龙头位置。
 - (3) 公司自主知识产权产品+高端复合人才优势尽显，公司电子招投标系统多项技术国内外领先，关键技术达到国际先进水平。同时公司依靠自己深厚的行业积累，已经积累了一批电子招投标系统的高端复合型人才，成为公司的一大竞争优势。
- **公司不断拓展新客户，研发新产品，多方面贡献收入。**公司正在积极拓展电子招投标平台的应用地区和应用场景，从已实施电子招投标平台的地区向未实施的地区，从建筑工程领域向农产品、货物、服务、金融等领域突破；同时，2016年上半年，公司的建筑BIM类软件全面上线推广，得到了市场积极响应；公司发行股票融资3.92亿，为招标采购平台用户提供增值服务；同时，电子招标采购金融服务系统在今年投入运营，为公司贡献收益。

投资建议

- 公司以招标采购互联网平台开发运营为基础，在建设行业深耕多年，采取按次收取投标人平台使用费的模式，依靠行业的先发优势，已经占据一定的规

张景鹏 联系人
 (8621)60935876
 zhangjingpeng@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001
 (8621)60230235
 hegw@gjzq.com.cn

模优势，同时应用地区不断拓展，从省市交易平台到大型企事业平台，从建设领域向农产品、货物、服务、金融等领域突破；同时，公司的建筑 BIM 类软件采用新的商业模式全面上线推广，公司行业积累深厚，未来想象空间巨大。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 7200 万、1 亿、1.51 亿，净利润分别为 5000 万、7200 万、1.04 亿。EPS 分别为 0.418、0.600、0.870 元。对应 PE 为 29.15, 20.33 和 14.02. 建议买入评级，目标价约 16-18 元。

风险

- 由于电子招标平台的唯一性，竞争对手进入的市场，也会很难突破。公司未来会有拓展缓慢的风险。
- 未来向农产品、货物、服务、金融等领域突破时，由于行业不同，具有拓展不利的风险。
- 公司的建筑 BIM 类软件上线推广不达预期的风险。

内容目录

1. 公司基本概况.....	5
1.1 公司简介.....	5
1.2 公司股权结构.....	5
1.3 公司融资状况.....	6
1.4 公司业务，一大一小，商业模式清晰.....	6
2. 电子招投标产业在时代背景下加速成长.....	9
2.1 政府积极推进电子招投标产业发展.....	9
2.2 庞大政府相关采购金额，为电子招投标市场带来广阔市场空间.....	10
2.3 大城市电子招投标系统已布局完整，格局相对稳定.....	12
3. 建筑行业信息化趋势明显，BIM 类软件需求空间仍然巨大.....	12
3.1 建筑行业信息化投资比例不断提高.....	12
3.2 BIM 是建筑业信息化的必经之路.....	13
4. 先发优势+唯一性平台构筑行业壁垒.....	14
4.1 政府招标平台的唯一性和强制性，构筑了公司的超高壁垒：垄断性。..	14
4.2 公司介入时机准确，布局先发优势明显，已然形成一定品牌优势和规模。.....	15
4.3 内功修炼：自主知识产权产品 + 高端复合人才优势尽显.....	17
5. 建设行业本身增量市场及可拓展行业，预示公司稳定增长点.....	18
5.1 电子招投标系统应用拓展.....	18
5.2 BIM 软件产品 2016 年下半年上线，.....	19
5.3 金融增值服务可以期待贡献收益。.....	19
6 财务分析.....	19
6.1 公司收入利润稳步增长.....	19
6.2 盈利预测、估值、投资建议及风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司前十大股东持股情况.....	5
图表 2：公司董事长简介.....	5
图表 3：公司融资状况.....	6
图表 4：公司盈利模式.....	7
图表 5：公司电子招投标系统.....	8
图表 6：2011-1H2016 营业收入.....	8
图表 7：2015 年收入构成.....	8
图表 8：公司产品毛利率.....	9
图表 9：电子招投标产业政策.....	9
图表 10：2004-2014 年全国政府采购金额.....	10
图表 11：2004-2014 年全国政府采购金额占比.....	10

图表 12: 2004-2014 年工程类全国政府采购金额及占比.....	11
图表 13: 2010-2014 年全国工程招标代理机构数量 (个)	11
图表 14: 中国城市分级.....	12
图表 15: 电子招投标竞争对手对比.....	12
图表 16: 2006-2014 年建筑业总产值 (亿元)	13
图表 17: 2006-2014 年建筑业 IT 投资占比	13
图表 18: 2006-2014 年建筑业总产值 (亿元)	13
图表 19: BIM 类产品公司对比.....	14
图表 20: 电子招投标行业特点.....	14
图表 21: 公司市占率行业龙头.....	15
图表 22: 公司参与项目趋势.....	15
图表 23: 公司企业级客户	15
图表 24: 公司电子招投标系统用户.....	16
图表 25: 公司目前业务布局.....	16
图表 26: 公司核心技术优势.....	17
图表 27: 公司电子招投标产品客户 (个)	18
图表 28: 公司电子招投标产品收入 (万元)	18
图表 29: 公司未来可以拓展的领域.....	18
图表 30: 公司未来可拓展领域.....	19
图表 31: 公司营业收入 (万元) 及增长率.....	19
图表 32: 公司净利润 (万元) 及增长率	19
图表 33: 2015 年公司收入结构	20
图表 34: 2014 年公司收入结构	20
图表 35: 2013-1H2016 应收账款周转率存货周转率 (%)	20
图表 36: 2013-1H2016 期间费用 (万元) 及占比.....	20

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

金润科技是国内招标采购互联网平台开发运营龙头企业。公司成立于 2003 年。主要产品是招标采购互联网平台的开发与运营和建筑 BIM（建筑信息模型--Building Information Modeling）类软件。

1.2 公司股权结构

公司控股股东为杨健，持股占比 60.13%，同时是公司实际控制人。

图表 1：公司前十大股东持股情况

序号	股东名称	持股数量 (万股)	持股比例
1	杨健	7215.50	60.13%
2	王淑君	876.05	7.30%
3	北京金润精英资产管理中心	567.24	4.73%
4	东方证券股份有限公司做市专用证券账户	396.74	3.31%
5	林军	392.09	3.27%
6	九泰基金-招商证券-九泰基金-新三板 4 号 资产管理计划	138.81	1.16%
7	李旭东	137.65	1.15%
8	九泰基金-招商证券-九泰基金-新三板 6 号 资产管理计划	117.08	0.98%
9	宋伟	113.51	0.95%
10	中欧盛世资产-兴业银行-新三板投资基金 资产管理计划	113.51	0.95%
	合计	10068.19	83.93%

资料来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司董事长简介

姓名	职位	学历	经历
杨健	董事长	1970 年 2 月生，1992 年 7 月毕业于空军导弹学院，计算机专业，本科学历，工学学士。2002 年在清华大学继续教育学院研究生班进修。	1992 年 7 月至 1998 年 7 月，任空军某部军官；1998 年 7 月至 2000 年 10 月任北京金润方正科技开发有限责任公司总经理；2000 年 11 月至 2003 年任北京金润方圆科技开发有限责任公司总经理；2003 年至今任北京金润方舟科技股份有限公司总经理。 中国建设工程造价管理协会教育专家委员会委员； 中国建筑学会建筑经济分会理事； 中国招标投标协会常务理事； 中国行业科学研究会著名专家； 海淀科技园区优秀青年企业家； 中国高新技术产业先锋企业家。

资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 公司融资状况

图表 3：公司融资状况

时间	融资方式	发行数量(万股)	发行价格(元/股)	募集资金(万元)	募集资金用途
2013/08/06	发行股票	9.40	29.60	278.24	补充公司流动资金，保障公司研发力量的正常发展。（主要针对上下游客户的小规模定增）
2015/08/11	发行股票	700.00	56.00	39200.00	补充公司流动资金，用于与主营业务相关的用途。

资料来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 公司业务，一大一小，商业模式清晰

公司的主要产品包括招标采购互联网平台及建筑 BIM 类软件产品。招标采购平台业务以建设工程标为主攻方向，大部分地区按次收取客户端（投标人）服务费用，小部分地区收取电子招投标系统中心端开发费和年服务费。招标采购互联网平台分为中心端和客户端，中心端运行在各招标采购交易中心，对电子标书进行开标、评标、清标、加密、盖章以及对专家进行管理全流程电子系统，客户端由各投标人使用，实现标书制作、检验、盖章、上传的电子招投标系统。主要产品包括：

- **电子标书制作系统：**由电子标书制作软件和读取软件组成，电子标书制作软件分招标人版和投标人版，是招标人、投标人用于制作电子招、投标文件的软件工具。
- **电子开标系统：**可以将招标文件和投标文件通过可移动存储介质或网络传输进评标服务器，并公开展示各种唱标信息等功能。
- **电子评标系统：**提供电子标书文件的查阅，能够将标书文件矢量放大、根据选择的角度将施工组织设计图进行旋转查看，辅助评标专家进行评审工作。
- **电子清标系统：**通过对经济标中工程量清单部分的检查，包括符合性检查、算术性检查、不可竞争费用检查和横向数据比较等，帮助专家找出投标报价中的各类问题；然后生成检查报告，向招标人或评标委员会提供更多数据信息，协助专家得到更公平、公正的评审结论。
- **评标专家管理系统：**评标专家抽取系统把评标专家信息传输至专家管理系统，系统自动匹配该专家的评标项目，通过登陆系统对专家身份进行认证；专家使用数字证书并输入姓名和专家编号，即可进入相应的评标系统进行项目评标工作。
- **远程评标系统：**是一套专门用于各交易中心协调的子系统，该系统基于金润“JPS”、“JWD”等技术运行于外网平台，实现远程评标和异地评标。
- **招标文件审批系统：**通过招投标文件审批系统，管理人员可以接收电子版招标文件进行查阅，实现文件检索、批注和加盖备案章的功能。

图表 4：公司盈利模式

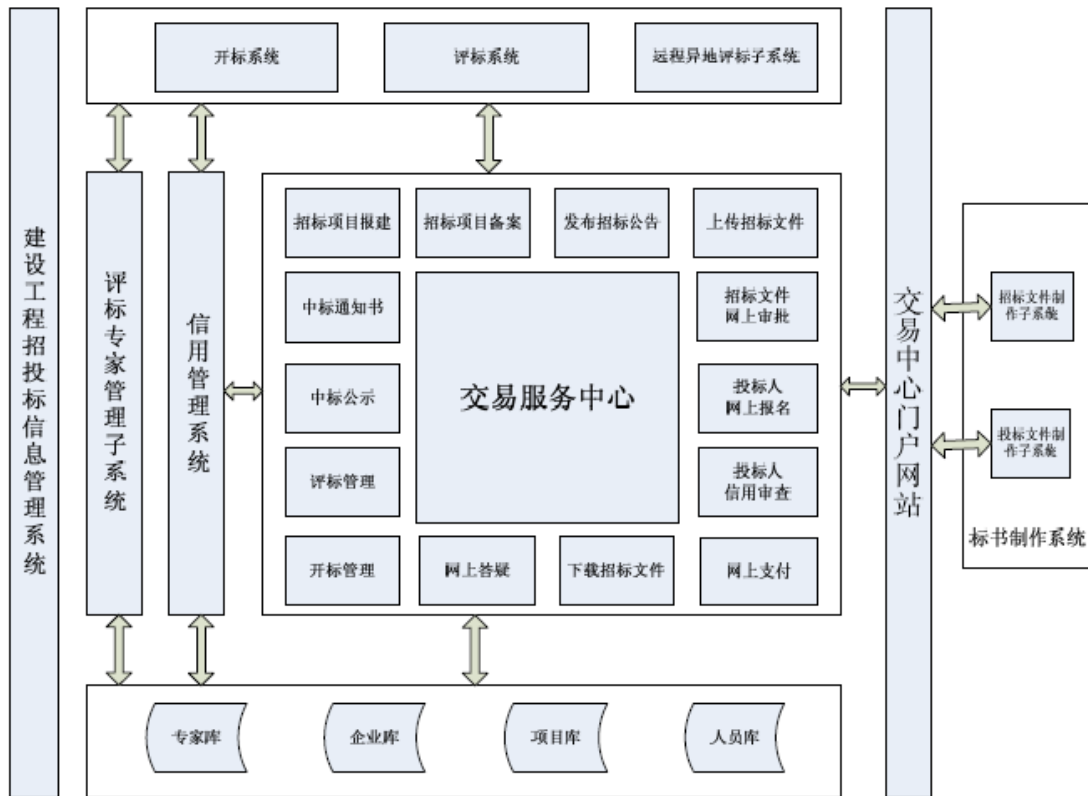


来源：公司公开路演资料，国金证券研究所

建筑 BIM 类互联网造价软件属工具类产品，按套销售并收取费用，分为算量类软件和计价类软件。算量类软件是指建设工程算量人员根据工程建设实际所需，导入或绘出图形后套取清单、定额根据图形自动计算汇总得出工程所需工程量的工具软件。计价类是指建设工程造价人员根据实际建设工程所需，套取清单、定额导入或输入市场价格，根据不同专业调整费率，自动计算汇总得出工程造价的工具软件。主要产品包括：

- **金润互联网造价软件：**以工程量清单、北京及各地方概预算定额为基础进行编制，采用“金润脚本解析器(JRS)”技术。
- **金润钢筋计算软件：**是目前市场类似软件中唯一一款具有“构件法”与“图形法”双核心计算模式的钢筋计算软件。构件法采用独创的抄图式参数录入模式，有效降低了用户的操作门槛，不需要熟悉电脑操作，也不需要熟悉平法制图规则就可准确的计算出工程的钢筋量，真正实现了“傻瓜式”钢筋计算，充分发挥了构件法的优势。
- **金润工程量计算软件：**采用金润自定义实体(JRAC)技术，实现与全国各地计算规则的兼容。借助于内置的丰富多媒体帮助系统，该软件简单易学，节省了客户的宝贵时间。

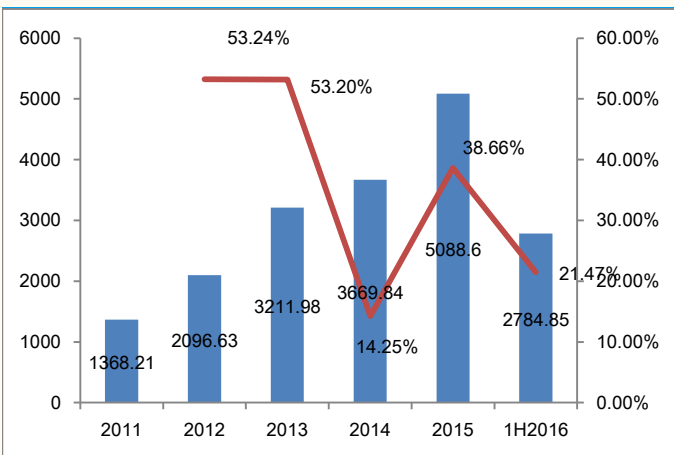
图表 5：公司电子招投标系统



来源：公司公告，国金证券研究所

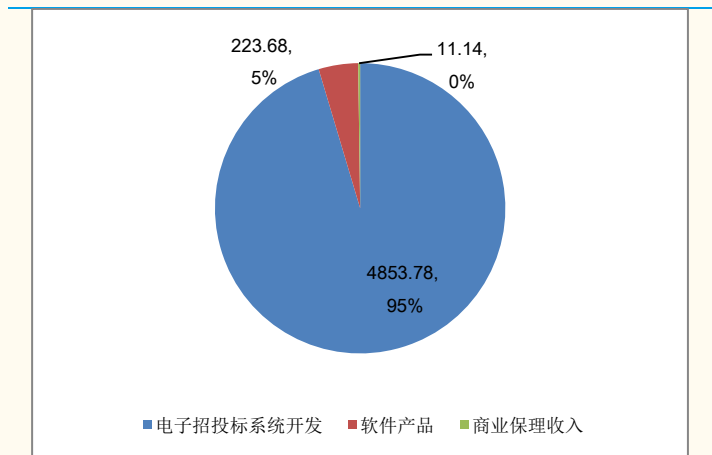
2016 年上半年公司营业收入 2,784.85 万元，均为软件开发及运营服务收入，比上年同期增长 21.47%，主要是由于公司招标采购平台数量增加，加之现有平台采用电子招标品类有所增加。公司 2015 年度，公司营业收入 5088.60 万元，同比增长 38.67%，其中电子招投标系统业务收入 4853.78 万元，占比 95.39%，同比增长 76.35%；建筑 BIM 类软件业务收入 223.68 万元，占比 4.40%，同比减少 75.62%；商业保理收入 11.14 万元，占比 0.22%。目前，公司主要客户是招标采购相关企事业单位。

图表 6：2011-1H2016 营业收入



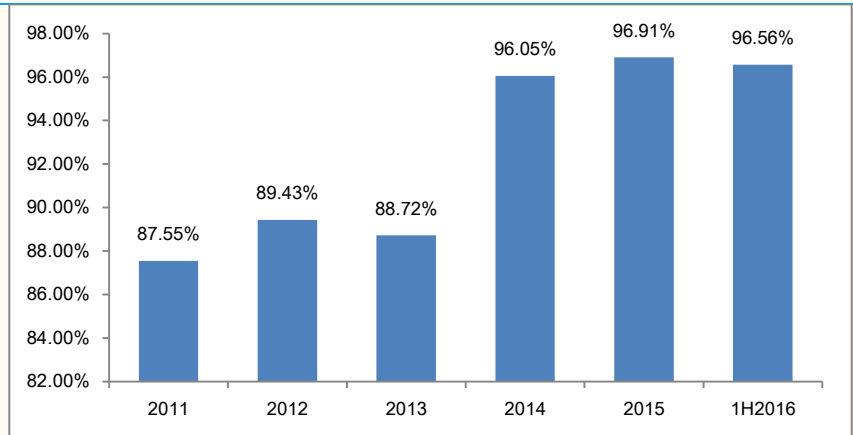
来源：国金证券研究所

图表 7：2015 年收入构成



来源：国金证券研究所

图表 8：公司产品毛利率



来源：公司年报，国金证券研究所

公司综合毛利率较高且基本稳定，原因如下：

一是对于以电子招投标为主的技术开发及技术服务业务来说，公司对在该领域已经签约服务的客户，基本完成定向开发，逐步进入产品经济效益期，后期成本投入将明显减少。

二是公司销售的软件产品，主要成本为材料成本，如加密锁和光盘，价值不高，导致毛利率较高。

2. 电子招投标产业在时代背景下加速成长

2.1 政府积极推进电子招投标产业发展

自 2012 年 2 月 1 日起施行的《中华人民共和国招标投标法实施条例》中明确规定“国家鼓励利用信息网络进行电子招标投标”以来，政府相继出台各项法律法规，推进电子招投标产业的规范化和系统化，促进电子招投标产业的快速发展。电子招投标不仅能清晰化规范化招投标的流程，也是国家反腐的要求。

图表 9：电子招投标产业政策

时间	文件名	发布部门	主要内容
2012.2	《中华人民共和国招标投标法实施条例》	国务院	明确规定“国家鼓励利用信息网络进行电子招标投标”。
2013.2	《电子招标投标办法》、《电子招标投标系统技术规范》	发改委等八部委	《电子招标投标办法》确立电子招标投标的法律地位，将电子招标投标系统根据功能的不同分为交易平台、公共服务平台和行政监督平台三类；《电子招标投标系统技术规范》统一了技术规范。
2013.7	《关于做好〈电子招标投标办法〉贯彻实施工作的指导意见》	发改委等六部委	推动了我国电子招标投标工作。
2013 年底	《电子招标投标系统检测认证管理办法》（征求意见稿）	发改委	明确了各行政机关在电子招标投标系统检测、认证监管中的职责分工、监管重点以及监管手段
2014.1	《电子招标投标系统检测认证技术规范》（征求意见稿）	发改委等八部委	明确了电子招标投标系统检测认证的程序、内容、方法和准则
2015.4	《关于建立清理和规范招标投标有关规定长效机制的意见》	发改委等七部委	提出建立招标投标规定定期清理工作机制，每 3 年至少组织进行一次全面清理。同时，实行目录管理，推进信息公开，完善规定审查和后评估机制。

2015.5	《关于在招标投标活动中全面开展行贿犯罪档案查询的通知》	最高检、发改委	从 10 个方面明确了在招标投标工作中开展行贿犯罪档案查询的有关问题。
2015.8	《整合建立统一的公共资源交易平台工作方案》	国务院	为公共资源交易平台整合列出时间表：2016 年 6 月底前，地方各级人民政府基本完成公共资源交易平台整合工作。2017 年 6 月底前，在全国范围内形成规则统一、公开透明、服务高效、监督规范的公共资源交易平台体系，基本实现公共资源交易全过程电子化。在此基础上，逐步推动其他公共资源进入统一平台进行交易，实现公共资源交易平台从依托有形场所向以电子化平台为主转变。

资料来源：公开资料，国金证券研究所

2014 年，深圳成为首个电子招标投标创新试点城市，《电子招投标办法》规定的电子招标投标系统中交易平台、公共服务平台、行政监督平台“三大平台”在深圳都已基本具备，并形成了专业齐全、全电子、全网络、全过程的工程建设电子招标投标系统。“深圳市建设工程计算机自动评标系统”还作为唯一的“科技防腐”主题入选“辉煌 60 年——中华人民共和国成立 60 周年成就展”。

近年，试点范围扩大到浙江省等九省市，可以预见，招投标活动全面电子化必是未来发展趋势。

2.2 庞大政府相关采购金额，为电子招投标市场带来广阔市场空间

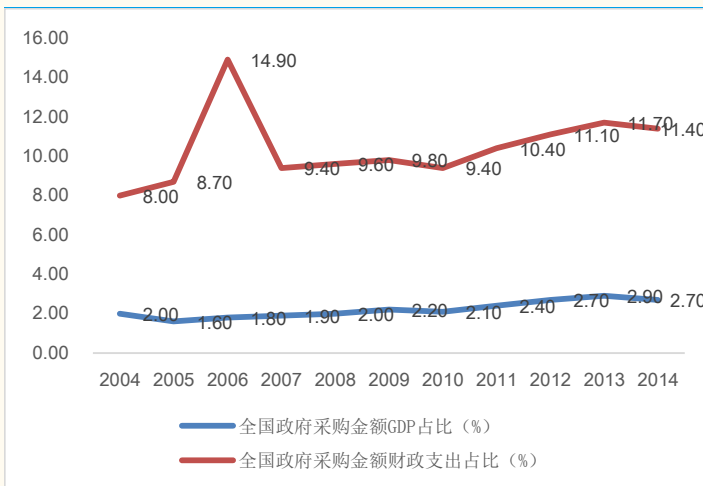
全国政府采购金额逐年上涨，从 2004 年的 2135.72 亿增长到 2014 年的 1.73 万亿，年化增长率为 23.27%。同时，全国政府采购金额占 GDP 和财政支出的比重也同步上升，全国政府采购金额 GDP 占比从 2004 年的 8.00% 增长到 2014 年的 11.40%，增长了 3.40%，财政支出占比从 2004 年的 2.00% 增长到 2014 年内的 2.70%，增长了 0.70%。

图表 10：2004-2014 年全国政府采购金额



来源：wind，国金证券研究所

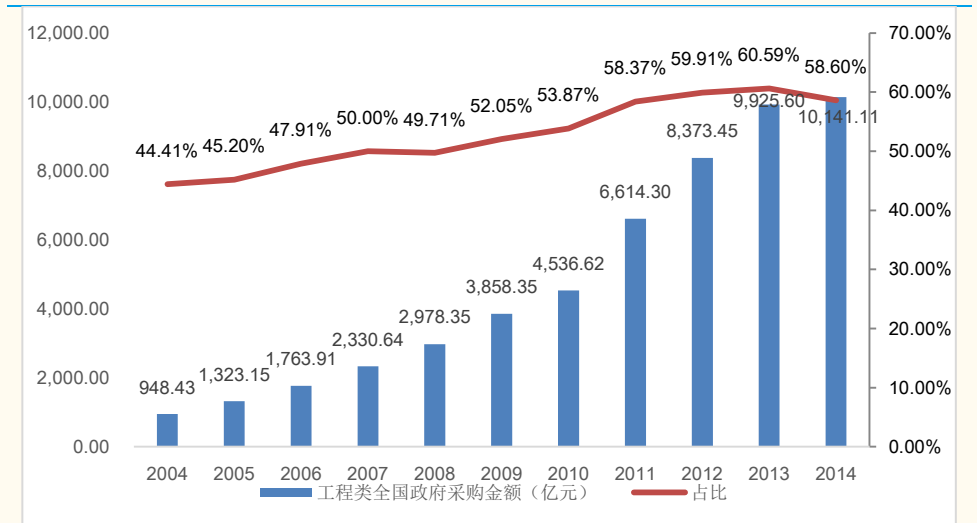
图表 11：2004-2014 年全国政府采购金额占比



来源：wind，国金证券研究所

其中工程类全国政府采购金额也呈上涨趋势，从 2004 年的 948.43 亿元增长到 2014 年的 1.01 万亿元，年化增长率 26.75%。近年来尽管占比有所下降，仍占政府采购金额中最大的比重，2014 年占比为 58.60%。工程类政府采购项目按品目分类可以分为建筑物、市政建设工程、环保及绿化工程、水利及防洪工程、交通运输工程、油气工程、电力工程、电信工程、修缮及装饰工程、系统集成及网络工程和其他各类工程。

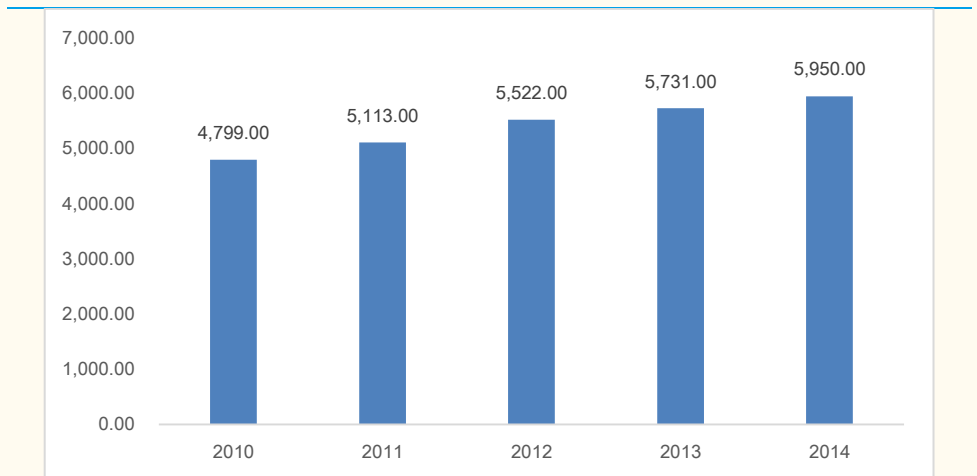
图表 12: 2004-2014 年工程类全国政府采购金额及占比



来源: wind, 国金证券研究所

全国工程招标代理机构数量维持在一个相当规模的水平, 2010 年为 4799 家, 到 2014 年为 5950 家, 保持缓慢增长。工程招标代理机构需要经过政府审批, 分为甲级、乙级和暂定级。甲级、乙级工程招标代理机构资格证书的有效期为 5 年, 暂定级工程招标代理机构资格证书的有效期为 3 年。电子招投标系统有中介化的属性, 可以对招标代理机构进行替代, 存在广阔的替代空间。

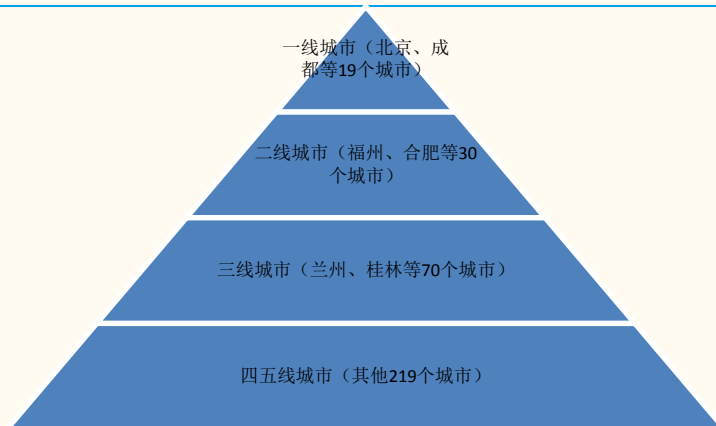
图表 13: 2010-2014 年全国工程招标代理机构数量 (个)



来源: wind, 国金证券研究所

电子招投标系统的建设呈现自上而下逐步推进的格局, 目前以各省会、直辖市以及其他部分城市为主要普及对象。按照 2016 年《第一财经周刊》的中国城市分级榜单, 三级及以上的城市有 119 个, 总共 338 个城市, 电子招投标市场空间广阔。

图表 14：中国城市分级



来源：《第一财经周刊》，国金证券研究所

2.3 大城市电子招投标系统已布局完整，格局相对稳定

工程电子招投标系统市场格局相对稳定，企业数量较少。从目前各省市场的布局来看，省会城市已经全部拥有了自己的公共资源交易中心平台，市级、县级市场仍然可以扩展的空间，目前，金润科技、江苏国泰新点软件有限公司、北京筑龙信息科技有限公司都有自己的市场布局。

图表 15：电子招投标竞争对手对比

公司	成立时间	产品	市场	规模	优势
金润科技	2003 年	工程电子招投标系统和建筑经济类系统	北京、天津、重庆等	市占率行业龙头	丰富的行业经验，大量的成功案例，先发优势
国泰新点	1998 年	电子政务、系统硬件集成等领域上百个品种	江苏、辽宁和广州等	整体规模和经营范围较大，但主业是电子政务，电子招投标规模不及公司	整体规模较大，客户资源丰富
筑龙	2004 年	SMARCH	太原、深圳、绵阳等少数地区	市占率最小	丰富的数据资源，强大的数据处理能力

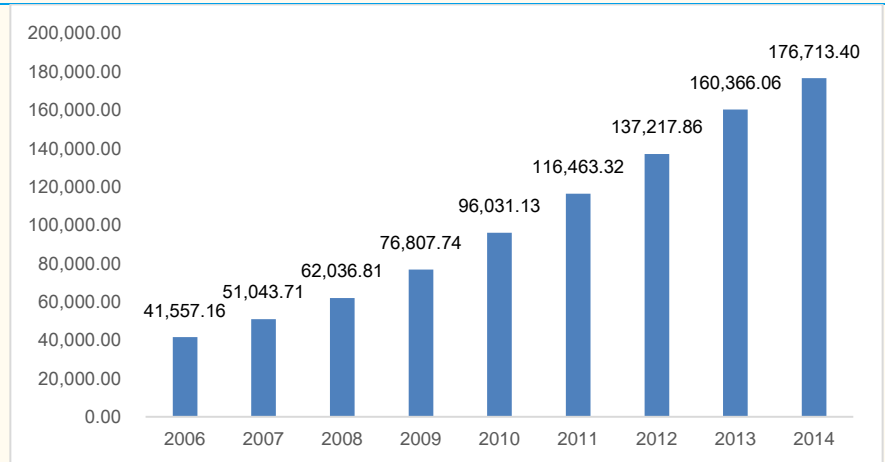
来源：wind，国金证券研究所

3. 建筑行业信息化趋势明显，BIM 类软件需求空间仍然巨大

3.1 建筑行业信息化投资比例不断提高

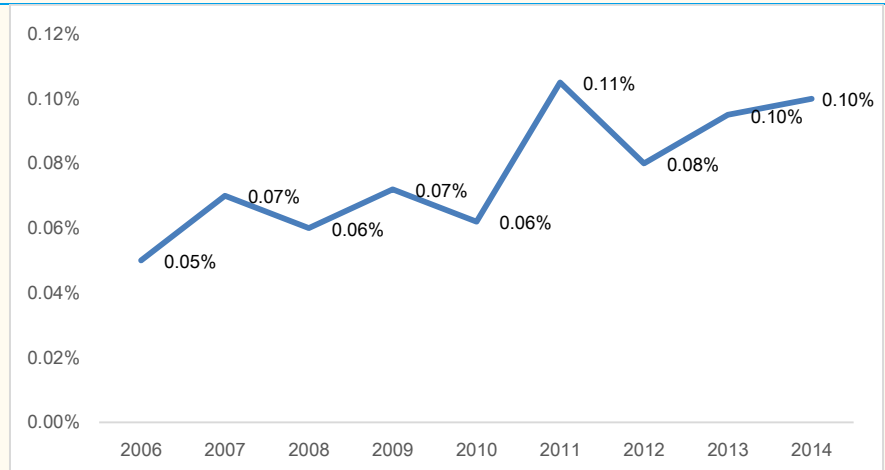
建筑业总产值逐年上涨，从 2006 年的 4.16 万亿增长到 2014 年的 17.7 万亿，GDP 占比 27.8%，但建筑业 IT 投资在建筑业总投资的占比仅为 0.1%，虽然逐年增长，但是增速缓慢，整体信息化程度偏低，提升空间较大，市场空间广阔。在工程项目建设的过程中，IT 投资主要涉及两类软件产品：工具类软件和管理类软件。工具类软件主要有：项目建设各个阶段中需要运用的工程经济类软件，如设计阶段需要运用造价软件进行限额设计和预算，招投标阶段需要运用工程造价软件进行工程量计算和计价等。管理类软件的应用主要体现在使用造价应用系统进行造价管理、运用招投标平台提高招投标效率、对招投标过程进行知识管理等。

图表 16: 2006-2014 年建筑业总产值 (亿元)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 2006-2014 年建筑业 IT 投资占比



来源: CHOICE, 国金证券研究所

3.2 BIM 是建筑业信息化的必经之路

建筑信息化是必然趋势。“十一五”期间,在国家多项利好政策引导下,建设行业信息化的发展已经取得了显著成果。“十二五”规划明确提出“全面提高信息化水平”,在国家各项利好政策的持续引导下,建筑业信息化将进入快速发展期。同时,在建筑业整体不景气的大背景下,为了改善建筑企业的生产效率、提升企业自身的核心竞争力,建筑业企业必将加大信息化的投资。

BIM (建筑信息模型--Building Information Modeling) 是建筑信息化发展的高级阶段。我国建筑业信息化主要经历了“手工、自动化、信息化、网络化”四个阶段的发展, BIM 凭借可视化、集成性、协同性的优异性能,使得模型和数据的结合能够贯穿建筑全生命周期,能从根源上解决建筑信息化最后一公里信息孤岛的问题,成为建筑业信息化的必经之路。

图表 18: 2006-2014 年建筑业总产值 (亿元)

发展阶段	时间	技术特点
手工	2000 年前	运用纸、笔、画图板等
自动化	2000-2008 年	运用 CAD、计价、算量软件等
信息化	2008 年后	运用 BIM 技术、项目管理软件等
网络化	2008 年后	运用采购、需求招投标平台、电子商务等

资料来源: 公开资料, 国金证券研究所

BIM 类软件竞争激烈，前五大企业占据绝对市场份额

BIM 类产品技术壁垒较低，同质化严重，因此竞争非常激烈。市场主要竞争公司包括广联达软件股份有限公司、上海鲁班软件有限公司及上海神机妙算软件有限公司等，前五大企业合计占有市场份额 73%。上市公司广联达在行业内的市场占有率在 50% 以上，业内排名第一，共覆盖 34 个省市，并辐射欧美市场和东南亚市场；鲁班专注于 BIM 技术项目级、企业级解决方案研发和服务，产品运用于迪士尼等近 400 个大型复杂项目；神机妙算的产品覆盖 33 个省市，已售出超过 50 万份。

图表 19: BIM 类产品公司对比

公司	成立时间	产品	市场
广联达	1998 年	工程造价、工程施工、工程信息、工程教育、项目管理、电子政务、电子商务，产业金融及投资并购等九大业务，近百款产品	覆盖三十四个省市、两百余个地市，市场占有率第一，并辐射欧美市场和东南亚市场。
鲁班	2001 年	专注建造阶段 BIM 技术项目级、企业级解决方案研发和服务	迪士尼、上海中心等近 400 个大型复杂项目。
神机妙算	1996 年	神机妙算软件	全国 33 个省市自治区，超过 50 万个正版用户在使用神机妙算软件。

来源：公司网站，国金证券研究所

4. 先发优势+唯一性平台构筑行业壁垒

4.1 政府招标平台的唯一性和强制性，构筑了公司的超高壁垒：垄断性。

由于反腐倡廉和招标公开透明的要求，各地政府都有搭建电子招投标平台的需求，并且是唯一需求。

电子化招标系统，与投标人与招标人的切身利益密切相关，而且会涉及到政府的安全信息，系统设计较为复杂，如果系统有缺陷，可能会对政府公信力产生严重的负面影响。所以，呈现出两个行业特点：

图表 20: 电子招投标行业特点

电子招投标特点	行业特点
处于利益的核心环节，安全性必需	具有自主知识产权核心技术，同时具有丰富的实施经验的软件企业作为合作伙伴具有必要性
涉及到政府公信力	已经具有一定市场品牌的平台性产品，更容易获得青睐。

来源：国金证券研究所

各地政府对电子招投标系统存在唯一的需求。一旦获得认可，政府一般不会轻易更换系统，用户粘性较高。

政府选择电子招投标系统非常谨慎，往往要经过一段时间的考核与谈判，对同类产品进行比较，而公司凭借多年的经验和全国各地成功的案例，建立起自己的品牌效应，能够有力的争取到政府的信任和支持。

(1) 与政府形成超强粘性关系：

政府电子招投标系统具有实施时间长、实施难度高、参与主体数量庞大、社会影响广泛等特点。考虑到行政成本、购买中心端和客户端的经济成本、重新熟悉新软件的时间成本等，各地的招投标中心一旦采用某套电子招投标系统，不会轻易更换，用户粘性很强，具有排他性。

(2) 政府与投标人形成强制关系：

一旦采用某套电子招标系统之后，政府将会将招投标项目强制在平台上实施。平台对接政府各个监管部门。

4.2 公司介入时机准确，布局先发优势明显，已然形成一定品牌优势和规模。

公司最早开始布局电子招投标产业，进行相关技术的研发和储备，涉足的市场已经由 2008 年的 2 个省市迅速发展到目前的 12 个，以及 8 家大型招标代理机构，市场占有率占据行业龙头位置。

图表 21：公司市占率行业龙头



来源：公司路演资料，国金证券研究所

公司已形成一定规模，依托存量客户资源可以获得稳定的现金流，并建立起自己的品牌，在空白市场的竞争中有很大的优势。到 2015 年，公司已覆盖 12 个地区，其中 7 个地区开始贡献利润。同时，公司积极拓展企业级用户，2014 年增加两家企业级用户，山西伟拓和陕西华春；2015 年增加六家企业级用户，分别是中联路海、中资国际、广东曦达、河南亚信、河北瑞和和辽宁光正，业务拓展迅速。

图表 22：公司参与项目趋势

	2011	2012	2013	2014	2015
已应用并产生利润地区	3（北京、成都、福州）	4（北京、成都、福州、甘肃）	5（北京、成都、福州、甘肃、重庆）	5（北京、成都、福州、甘肃、重庆）	7（北京、成都、福州、甘肃、重庆、新疆、长沙）
企业级（大型招标采购平台）				2（山西伟拓电子招投标服务有限公司、华春建设工程有限公司）	8（山西伟拓电子招投标服务有限公司、华春建设工程有限公司、中联路海、中资国际、广东曦达、河南亚信、河北瑞和、辽宁光正）
总计（包含初步应用地区）	11	11	11	13	20

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：公司企业级客户

客户名	所在地	成立时间	主要业务
山西伟拓	山西	2014 年	致力于山西省电子招投标综合交易平台及相关信息网络平台的建设和运营。
陕西华春	陕西西安	1992 年	提供房建、水利、铁路、市政、公路、电力、化工、桥梁、隧道等各类专业的技术服务。
中联路海	北京	-	全国唯一一家从事交通工程类的电子招标投标交易平台建设和运营的公司
中资国际	香港	2005 年	从事有色矿产资源投资及有色产品贸易
广东曦达	广东广州	2005 年	工程咨询、评估咨询，工程造价咨询、工程招标代理、电力工程设计、政府采购代理、企业管理咨询
河南亚信	河南郑州	-	-

河北瑞和	河北石家庄	-	项目管理
辽宁光正	辽宁沈阳	2014年	招投标代理、项目咨询、造价咨询、软件开发、电子招标投标交易平台运营、广告代理等

来源：公司公告，国金证券研究所

全国各地政府积极响应政策号召，实施电子招投标。到2016年，全国各省会、直辖市部分已实施，其中北京、天津、重庆、长沙、福州、兰州、成都、海口、乌鲁木齐9个地区由公司进行实施，市场占有率处于行业领先地位。

目前的交易中心平台主要分为以下4类：

- (1) 直辖市、省级交易中心平台。
- (2) 省会城市交易中心平台。
- (3) 市级交易中心平台。
- (4) 县级交易中心平台。

前3类成交金额相对较大，第4类差异较大。

金润科技根据自己的商业模式，确定目前的客户主要是前3类。

图表 24：公司电子招投标系统用户

直辖市交易中心平台	重庆市工程建设交易中心、天津市工程建设交易中心、北京市建设工程交易中心
省级交易中心平台	福建省公共资源交易中心、内蒙古自治区建设工程招标投标服务中心、甘肃省公共资源交易中心、新疆省建设工程交易中心
省会城市交易中心平台	福州市公共资源交易中心、成都市公共资源交易中心、长沙市公共资源交易中心、海口市公共资源交易中心
市级交易中心平台	庆阳市公共资源交易中心、张掖市公共资源交易中心等数十个市级别交易中心

来源：公司路演资料，国金证券研究所

在政府中塑造的良好形象，品牌知名度，公司的市场拓展，相互促进，不断形成良性互动。省会、直辖市等政府的认可强有力支撑着公司的品牌，而公司借助品牌效应迅速地进行市场拓展，在地级市、县级市的电子招投标空白市场的拓展中，和在货物、金融等其他领域电子招投标的拓展中建立起良好的示范效应，形成一个良性循环。

图表 25：公司目前业务布局



来源：公司路演资料，国金证券研究所

4.3 内功修炼：自主知识产权产品 + 高端复合人才优势尽显

公司电子招投标系统多项技术国内外领先，关键技术达到国际先进水平。在技术层面上，短期内公司的电子招投标系统产品不易被同行所替代。建筑经济类产品由于技术壁垒低、同质化较强，存在被同类产品替代的可能性。但是，公司电子招投标系统与建筑经济类产品的目标客户群具有较大的重叠性，建筑经济类产品能够与自身的电子招投标系统实现完美对接，反而有可能替换其他竞争对手的同类产品。

公司依靠自己深厚的行业积累，已经积累了一批电子招投标系统的高端复合型人才，既熟悉工程建设流程、行业知识及客户需求，又精通信息技术及管理技能，成为公司的一大竞争优势。

金润科技员工数量超过 130 人，金润电子招投标解决方案具有自主知识产权的电子标书技术处于领域前沿，是中国真正掌握招投标全过程电子化全部核心技术的软件开发商。公司自主设计开发了特有的软件架构，该架构包含多项核心技术：金润虚拟打印及数字纸张技术（GDF）、电子印章技术（JSL）、金润数据保护技术及防病毒标盾技术（JPS）、金润多功能组件技术（JLL）、金润广域网盘技术（JWD）、金润报表技术（JRR）、金润脚本解析器（JRS）、金润自定义实体（JRAC）、空间虚拟放样技术（VIL），以及采用以上技术进行开发的产品平台（JRP）。

图表 26：公司核心技术优势

核心技术	技术内容及特点
金润虚拟打印及数字纸张技术（GDF）	采用多种有效方式对文件进行加密保护，并采用水印、底纹、数字指纹、条形码、敏感数字保护等多种手段进一步增加文档的安全性；为保证文档的真实有效性，采用 PKI 体系对文件进行签名验证。
电子印章技术（JSL）	包括批量盖章、手写签章、网上远程盖章、数字底纹等。该技术在电子数据交流中有效保证了数据的安全性。
金润数据保护技术及防病毒标盾技术（JPS）	采用软硬结合的方式防止病毒或黑客对重要数据的攻击和篡改。独创的数据安全通道技术（俗称“踢死狗”），仅允许指定数据通过。标盾设备大大提升了数据交流中的安全等级。
金润多功能组件技术（JLL）	通过预先规定接口规范并声明扩展点，实现这些扩展点的动态绑定，将各种符合规范要求的插件集成到系统中来，从而大幅提高产品的扩展性和复用性。
金润广域网盘技术（JWD）	采用 http 协议和 Windows 驱动技术结合的方式，映射网络驱动器，从而使终端访问远程数据更加快捷。该技术大大简化了终端软件访问广域网资源时的操作方法，从而提高软件的稳定性和适应性。
金润报表技术（JRR）	具备单元格合并拆分、多页无极缩放、定义群组、多模板融合等功能，能够实现分组、汇总、数据源连接等各种复杂的计算关系，从而满足不同用户对报表格式的个性化需要，提高了表格的适用性和操作性。
金润脚本解析器（JRS）	为基于表达式运算的程序提供有力支持，通过改变软件的运行逻辑，为基于配置管理的软件架构提供支撑。
金润自定义实体（JRAC）	通过构建 3D 建筑数字模型体系，金润自定义实体（JRAC）实现空间打断、链接以及依附等关系的自动处理，并可以根据建筑结构的差异实现动态组合加载，具有优越的扩展性和复用性。
空间虚拟放样技术（VIL）	根据建筑行业标准布置智能实体（3DSmartRebar），同时运用空间碰撞检查技术，对施工现场进行模拟。
金润产品平台（JRP）	在融合以上技术的前提下，金润产品平台能够快速搭建出满足客户需求的软件系统，体现了金润产品功能强大、数据安全可靠、操作快捷等特点。

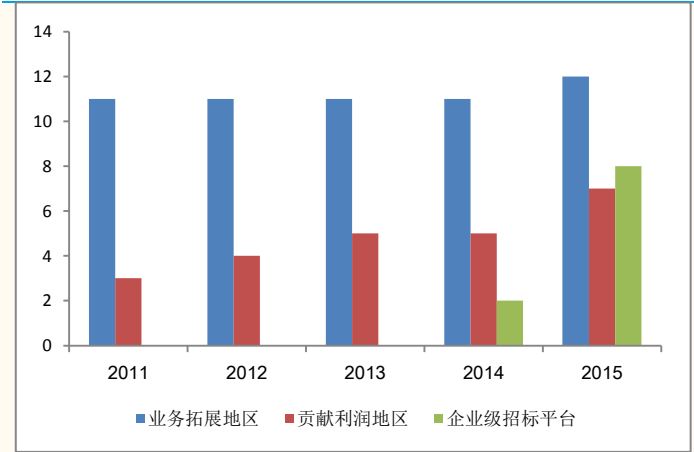
来源：公司公告，国金证券研究所

5.建设行业本身增量市场及可拓展行业，预示公司稳定增长点

5.1 电子招投标系统应用拓展

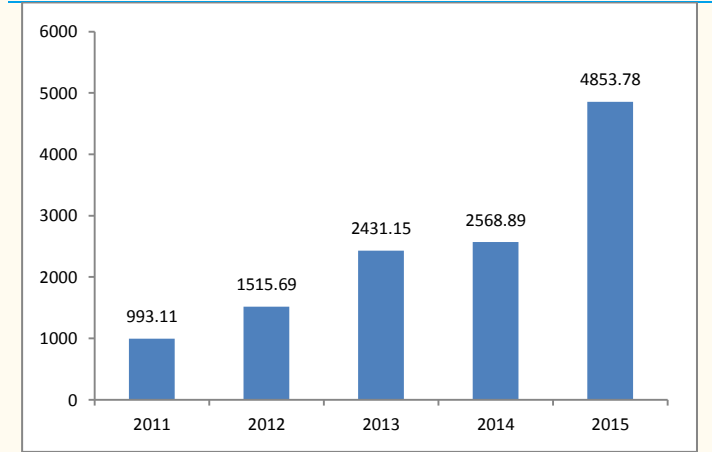
公司拥有丰富的存量客户资源和广阔的增量市场。公司一直积极拓展业务拓展范围，招标中心客户从2008年的2个省市发展到现在的12个，企业级大型招标采购平台从2014年的2家发展到现在的8家，存量客户能够为公司提供稳定增长的现金流。

图表 27：公司电子招投标产品客户（个）



来源：wind，国金证券研究所

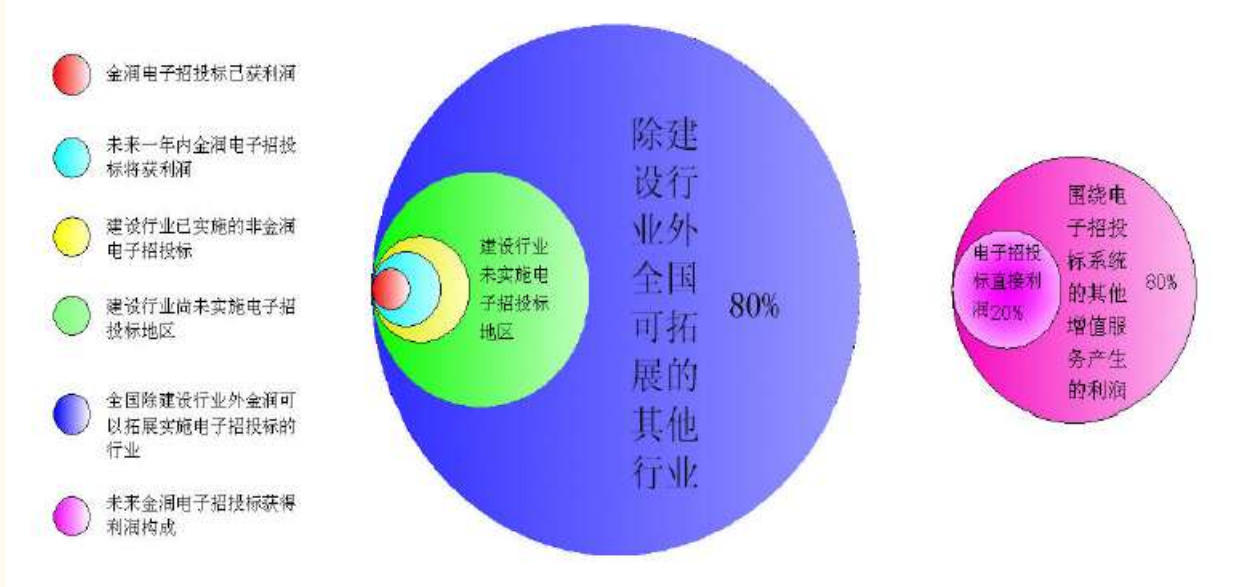
图表 28：公司电子招投标产品收入（万元）



来源：wind，国金证券研究所

同时，公司继续面向全国拓展市场，在其他尚未采用电子招投标系统的地区和企事业单位加大营销力度，增量市场广阔。公司未来三年计划增加全国的平台数量达到100个，平台交易规模达到10万亿/年。

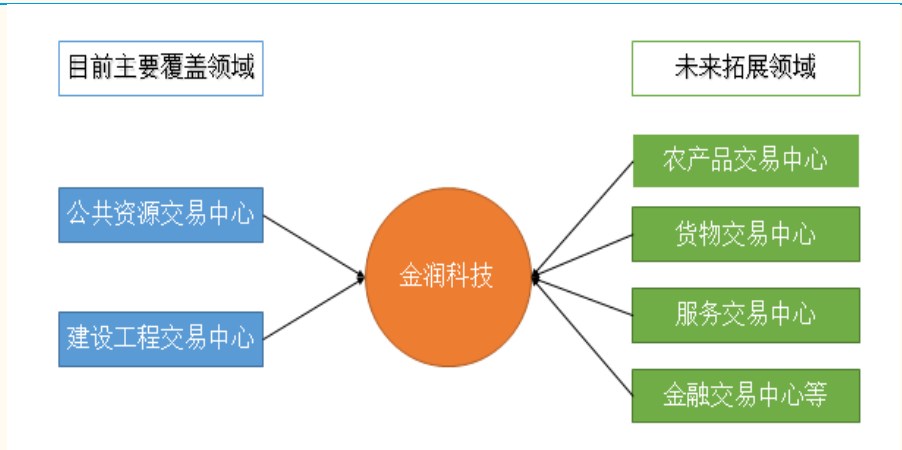
图表 29：公司未来可以拓展的领域



来源：公司公告，国金证券研究所

公司招投采购平台业务以建设工程标为主攻方向，同时全面开发农产品交易、货物类、服务类、金融类等其它招标采购市场，致力于扩大平台覆盖范围和盈利能力。公司2015年出资设立参股公司尚正（北京）信息技术有限公司，拓展现有招标采购互联网交易平台，开启农产品供应链的新金融时代。

图表 30：公司未来可拓展领域



来源：国金证券研究所

5.2 BIM 软件产品 2016 年下半年上线，

根据公司公告，在 2016 年下半年，公司的建筑 BIM 类软件将全面上线推广，可为公司贡献较大收益。建筑 BIM 类软件客户与招标采购平台用户高度重合，且与现有平台无缝对接，技术方面也全面超越竞争对手，性价比较高，竞争优势明显。

5.3 金融增值服务可以期待贡献收益。

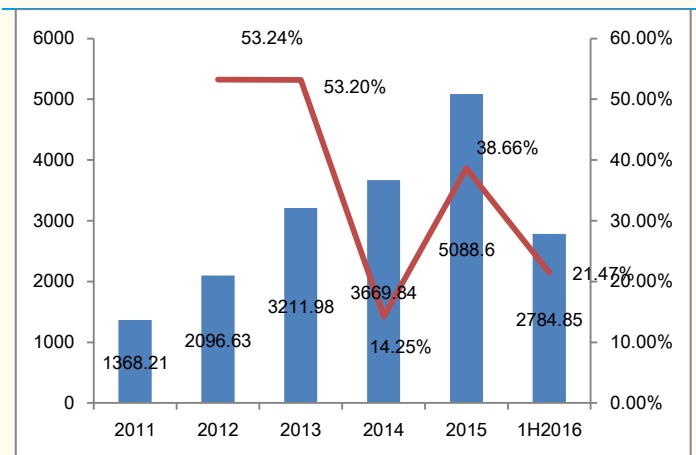
2015 年公司发行股票融资 3.92 亿，将于 2016 年投入为招标采购平台用户提供增值服务。同时，电子招标采购金融服务系统在今年投入运营，为公司贡献收益。未来在招标采购平台的基础上进一步深化增值服务业务，预计 2016 年会产生较大收益。

6 财务分析

6.1 公司收入利润稳步增长

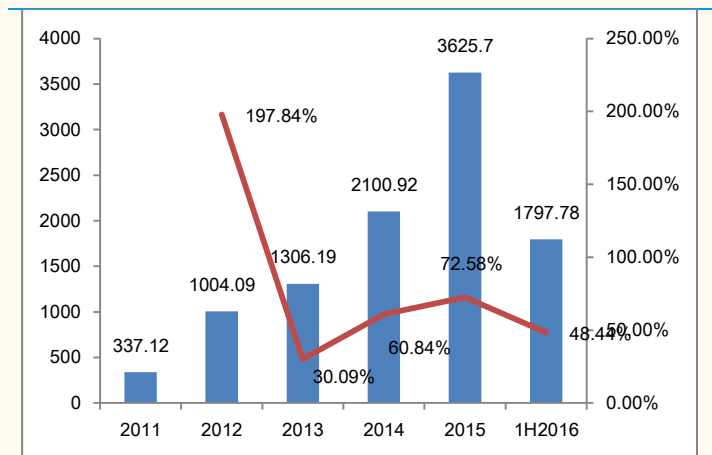
2015 年，公司实现营业收入 5088.60 万元，同比增长 38.66%；净利润 3625.70 万元，同比增长 72.58%；每股收益 0.31 元，2014 年为 0.18 元。公司营业收入、净利润、基本每股收益均大幅增长，主要原因为：（1）存量平台电子招投标品类有所增加；（2）平台市场规模增加，长沙、新疆等地开始持续贡献收入。

图表 31：公司营业收入（万元）及增长率



来源：wind，国金证券研究所

图表 32：公司净利润（万元）及增长率

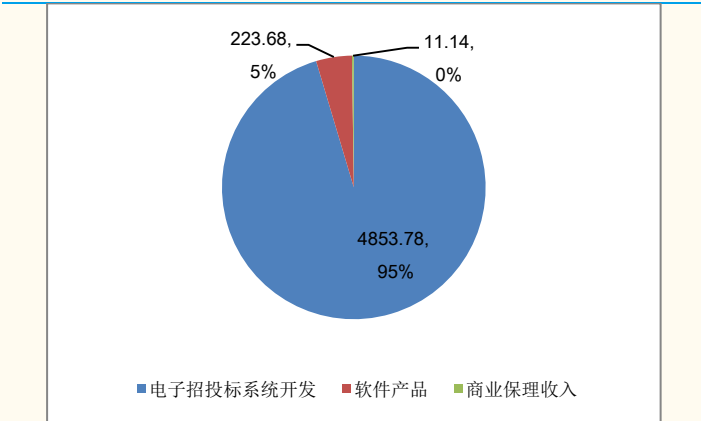


来源：wind，国金证券研究所

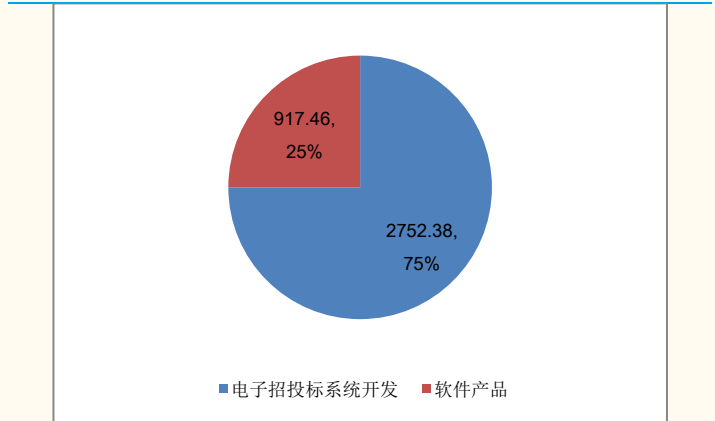
2015 年，公司电子招投标系统开发收入 4853.78 万元，占比 95.39%；金润工程造价软件收入 223.68 万元，占比 4.40%。相比去年同期收入结构发生重大

变化，主要原因是招标采购平台收入增长较快，收入占比加大，而新一代 BIM 类软件产品正在研发中，没有大规模向市场销售，占比相应减少。

图表 33：2015 年公司收入结构



图表 34：2014 年公司收入结构

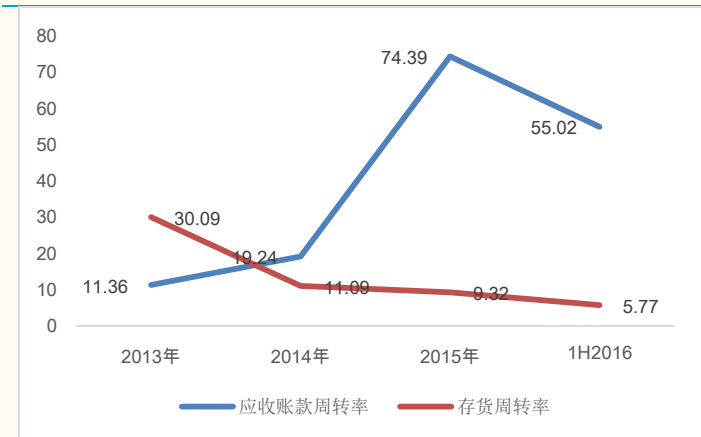


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

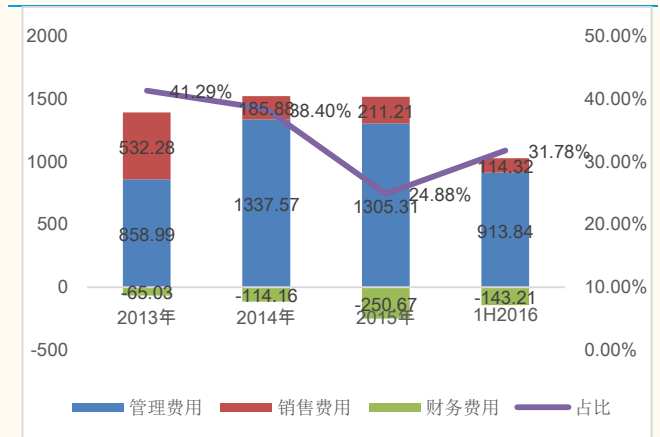
2013 年-2015 年，公司期间费用总体处于上升趋势，其中管理费用增涨较快，主要受公司业务规模扩张的影响。2015 年公司财务费用大幅减少，主要原因是公司 2015 年进行了近年来的首次增发，融资 3.92 亿，其中短期闲置资金购买了低风险理财产品的利息收入。总体来说，公司期间费用占营业收入的比例逐年下滑，2015 年三费占比仅为 24.88%，表明公司营运能力较强，是公司销售体系和组织架构不断调整优化的结果。

图表 35：2013-1H2016 应收账款周转率存货周转率 (%)



来源：wind，国金证券研究所

图表 36：2013-1H2016 期间费用 (万元) 及占比



来源：wind，国金证券研究所

6.2 盈利预测、估值、投资建议及风险提示

投资建议

公司以招标采购互联网平台开发运营为基础，在建设行业深耕多年，采取按次收取投标人平台使用费的模式，依靠行业的先发优势，已经占据一定的规模优势，同时应用地区不断拓展，从省市交易平台到大型企事业平台，从建设领域向农产品、货物、服务、金融等领域突破；同时，公司的建筑 BIM 类软件采用新的商业模式全面上线推广，公司行业积累深厚，未来想象空间巨大。

估值

我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 7200 万、1 亿、1.51 亿，净利润分别为 5000 万、7200 万、1.04 亿。EPS 分别为 0.418、0.600、0.870 元。对应 PE 为 29.15、20.33 和 14.02。建议买入评级，目标价约 16-18 元。

风险

由于电子招标平台的唯一性，竞争对手进入的市场，也会很难突破。公司未来会有拓展缓慢的风险。

未来向农产品、货物、服务、金融等领域突破时，由于行业不同，具有拓展不利的风险。

公司的建筑 BIM 类软件上线推广不达预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	32	37	51	72	100	151	货币资金	3	55	28	161	217	310
增长率		14.3%	38.7%	42.0%	38.9%	50.8%	应收款项	3	3	8	13	17	26
主营业务成本	-4	-1	-2	-2	-4	-9	存货	0	0	0	0	0	1
%销售收入	11.3%	4.0%	3.1%	3.1%	4.1%	5.8%	其他流动资产	33	4	425	326	326	326
毛利	28	35	49	70	96	143	流动资产	39	62	462	500	561	663
%销售收入	88.7%	96.0%	96.9%	96.9%	95.9%	94.2%	%总资产	94.0%	95.1%	97.1%	94.8%	94.0%	93.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	-1	-1	长期投资	1	2	13	14	13	13
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	1	1	0	1	1	1
营业费用	-5	-2	-2	-3	-4	-5	%总资产	2.4%	1.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
%销售收入	16.6%	5.1%	4.2%	4.0%	3.6%	3.1%	无形资产	0	0	0	10	20	30
管理费用	-9	-13	-13	-15	-15	-24	非流动资产	2	3	14	27	36	46
%销售收入	26.7%	36.4%	25.7%	20.1%	15.2%	15.8%	%总资产	6.0%	4.9%	2.9%	5.2%	6.0%	6.4%
息税前利润 (EBIT)	14	20	34	52	77	113	资产总计	41	65	475	527	597	709
%销售收入	44.5%	53.9%	66.5%	72.2%	76.4%	74.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	1	3	2	4	5	应付款项	0	2	0	1	1	3
%销售收入	-2.0%	-3.1%	-4.9%	-2.7%	-3.9%	-3.6%	其他流动负债	2	3	4	6	8	13
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	流动负债	2	4	4	7	10	16
公允价值变动收益	-1	1	6	3	2	2	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	2	1	2	2	2	其他长期负债	0	0	1	0	0	0
%税前利润	n.a	10.2%	1.6%	2.8%	2.0%	1.4%	负债	2	4	5	7	10	17
营业利润	14	24	42	59	84	122	普通股股东权益	40	61	470	520	587	691
营业利润率	43.0%	65.6%	83.4%	81.3%	84.0%	80.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	41	65	475	527	597	709
税前利润	16	24	42	59	84	122	比率分析						
利润率	48.5%	65.8%	83.4%	81.3%	84.0%	80.7%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3	-3	-6	-9	-12	-18	每股指标						
所得税率	16.1%	13.0%	14.5%	14.5%	14.5%	14.5%	每股收益	2.517	2.472	0.302	0.418	0.600	0.870
净利润	13	21	36	50	72	104	每股净资产	7.622	7.129	3.919	4.337	4.890	5.760
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.898	2.303	0.177	1.189	0.555	0.817
归属于母公司的净利润	13	21	36	50	72	104	每股股利	0.000	0.000	0.350	0.000	0.000	0.000
净利率	40.7%	57.2%	71.3%	69.5%	71.8%	69.0%	回报率						
							净资产收益率	33.00%	34.67%	7.71%	9.65%	12.28%	15.11%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	31.53%	32.37%	7.63%	9.53%	12.07%	14.74%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	投入资本收益率	30.28%	28.43%	6.14%	8.56%	11.17%	13.97%
净利润	13	21	36	50	72	104	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	53.20%	14.25%	38.66%	41.95%	38.90%	50.83%
非现金支出	1	1	1	0	0	0	EBIT 增长率	71.71%	38.55%	70.93%	54.11%	47.10%	47.50%
非经营收益	1	-4	-8	-7	-4	-4	净利润增长率	30.09%	60.84%	72.58%	38.51%	43.42%	45.01%
营运资金变动	1	2	-8	99	-2	-3	总资产增长率	69.56%	56.63%	632.40%	10.88%	13.19%	18.77%
经营活动现金净流	15	20	21	143	67	98	资产管理能力						
资本开支	0	0	0	-13	-9	-10	应收账款周转天数	32.1	19.0	4.9	5.6	5.6	5.6
投资	-19	28	-430	-1	0	0	存货周转天数	12.1	42.2	39.1	39.3	39.3	39.3
其他	1	4	3	5	4	4	应付账款周转天数	2.5	130.0	115.7	115.7	115.7	115.7
投资活动现金净流	-19	33	-427	-9	-5	-6	固定资产周转天数	11.1	6.9	3.5	0.3	-0.9	-1.1
股权募资	3	0	392	0	-6	0	偿债能力						
债权募资	0	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-89.53%	-90.82%	-74.76%	-93.21%	-92.18%	-91.54%
其他	0	0	-14	0	0	0	EBIT 利息保障倍数	-22.0	-17.3	-13.5	-26.7	-19.6	-20.9
筹资活动现金净流	3	0	378	0	-6	1	资产负债率	4.46%	6.63%	1.07%	1.25%	1.64%	2.45%
现金净流量	-1	52	-27	134	56	93							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

单击此处输入文字。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD