

浙大网新 (600797.SH) 软件行业

评级: 买入 首次评级

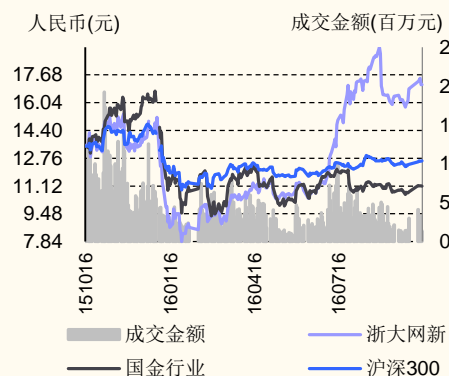
公司深度研究

市场价格 (人民币): 17.09 元
 目标价格 (人民币): 22.00-24.00 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)	821.71
总市值(百万元)	15,621.00
年内股价最高最低(元)	19.30/7.84
沪深 300 指数	3305.85
上证指数	3063.81



整合资源聚焦优势行业，双院士助力迈入人工智能第一梯队

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.191	0.233	0.334	0.340	0.389
每股净资产(元)	1.88	2.25	2.57	2.90	3.28
每股经营性现金流(元)	0.10	0.04	-0.13	0.06	0.14
市盈率(倍)	-38.10	61.73	50.43	49.55	43.36
行业优化市盈率(倍)	72.48	177.05	127.89	127.89	127.89
净利润增长率(%)	N/A	N/A	43.44%	1.77%	14.28%
净资产收益率(%)	-10.17%	10.37%	13.00%	11.72%	11.85%
总股本(百万股)	821.71	914.04	914.04	914.04	914.04

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

■ **传统业务有望扭亏，新业务贡献近上亿利润。**公司 15 年传统业务亏损 2.1 亿左右，15 年末公司开始剥离整合亏损业务，今年传统业务有望扭亏。15 年末收购的三家公司网新电气、网新信息以及网新恩普 16-17 年的对赌业绩总和分别是 8100 万与 1.03 亿，加上众合科技投资收益，公司 16 年能够实现 3 亿左右的净利润。

■ **整合资源聚焦健康、金融以及交通三大优势行业，大数据与人工智能支撑产业升级。**金融领域，公司依托与道富银行多年合作在金融信息化、交易系统以及量化交易平台等领域大量项目积累，一方面大力开拓国内金融机构客户，为其提供整体解决方案，另一方面将核心交易与量化系统产品化在国内推广，两个维度拓展保证了公司未来金融业务快速增长。

医疗方面公司主要为人社部门提供信息化解决方案，占领了浙江、江苏、江西、安徽等省，市场份额排第三，当前正在拓展山西省、陕西省、河南与河北等省并取得一定成效。3 月份以来公司推出的医快付应用在邵逸夫医院试点，用户持续快速增长，当前已经在杭州六七家主要医院进行试点，同时社保机构也在湖州、衢州以及义乌等地推广试点。公司应用凭借医保信息化资源优势能够打通移动医疗与医保支付接口，用户体验与使用粘性大幅提升，相比现有移动医疗产品优势明显，我们认为公司未来拿下整个浙江医院基本没有问题，有望向其医保社保系统覆盖的其他省份拓展，未来有望占领用户医保社保数据与医疗报告等数据进而提供大健康数据服务，空间巨大。

■ **与浙大成立联合研究中心，助力公司迈入国内人工智能第一梯队。**公司与浙大成立联合研究中心，联合研究中心设立学术委员会，由中国工程院院士潘云鹤担任主任、中国工程院院士陈纯担任副主任，双院士领衔的强大研究团队保证公司源头技术领先地位。公司依托浙大在人工智能方面积累与研究机构资源开展前沿技术研究，能够以较低的成本利用高校在人工智能领域多年的技术积累以及研究团队资源，是未来公司在人工智能领域紧跟甚至赶超巨头的有效手段，助力公司迈入国内人工智能第一梯队。

■ **发力智能投顾与辅助诊疗，打开市值空间。**公司依托浙大人工智能技术优势，同时结合自身在量化领域的积累切入智能投顾。投资是对历史数据分析总结，进而制定投资策略后指导未来投资决策，计算机在数据的分析以及博

宁远贵

联系人
 (8621)61038200
 ningyuanguai@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
 (8621)60230244
 weilil1@gjzq.com.cn

弈层面有先天的优势，所以未来投资的大数据化与智能化一定是趋势。据毕马威预估，到 2020 年，美国智能投顾的资产管理规模将会达到 2.2 万亿美元。同时公司依托健康领域所积累的数据与用户发力智能投顾与辅助诊疗领域，辅助诊疗一方面能够辅助医生诊断，提高诊断正确性，另一方面能够向 C 端用户提供辅助诊疗服务占领占领行业入口，是未来提高医疗水平的必然趋势，将会渗透到医疗领域方方面面。所以我们认为公司在智能投顾与辅助诊疗领域，从技术到数据积累再到行业布局均有较强优势，随着智能化浪潮到来，有望打开公司市值成长空间。

投资建议与估值

- 我们预计 2016/2017/2018 年公司 EPS 分别为 0.33 /0.34 元/0.39 元，对应 PE 分别为 51/50/43 倍。考虑到公司未来整合资源聚焦三大优势行业，同时紧跟科技发展浪潮支撑产业升级与模式转变，给予公司“买入”评级。

风险

- 并购公司业绩不达预期；金融与医疗业务拓展受阻；AI 技术研发不达预期。

内容目录

一、浙大网新：聚焦优势行业，发力人工智能占领科技制高点	5
1.1 国内领先的信息化解方案提供商	5
1.2 聚焦医疗、金融与交通三大行业，大数据与人工智能支撑产业升级	7
1.3 深度学习迎来智能化浪潮，公司依托浙大有望打造国内人工智能重要一极	8
二、医疗信息化到辅助诊疗，技术创新支撑产业升级与模式变革	10
2.1 人社信息化业务行业领先，卡位医保稀缺资源	10
2.2 医快付快速推广占领医疗数据，提供健康大数据服务实现商业模式变革	11
2.3 依托浙大人工智能技术与自身医疗数据，发力辅助诊疗	13
三、金融 IT 国内拓展实现业绩快速增长，发力智能投顾占领金融科技制高点	14
3.1 依托道富银行服务经验，国内拓展有望实现业务快速增长。	14
3.2 投资理财智能化大势所趋，发力智能投顾占领金融科技制高点。	15
四、高铁投资维持高位，交通业务业绩有望超预期	17
五、布局 IDC 与政务云，将迎收获季	18
盈利预测与估值	21
盈利预测	21
估值	21
风险提示	21

图表目录

图表 1：公司业务板块	5
图表 2：营业收入结构（2016 年上半年）	5
图表 3：毛利结构（2016 年上半年）	5
图表 4：营业收入及增速	6
图表 5：净利润及增速	6
图表 6：公司股权结构	6
图表 7：公司主要控股子公司列表	7
图表 8：公司发展战略	8
图表 9：图像识别错误率大幅下降	8
图表 10：语音识别错误率大幅下降	8
图表 11：人工智能带来超万亿市场	9
图表 12：人工智能颠覆各行业生产方式	9
图表 13：大金融业务发展路径	10
图表 14：网新恩普产品与解决方案列表	11
图表 15：网新恩普社保信息化占领省份	11

图表 16: 医快付APP-预约挂号界面.....	12
图表 17: 医快付APP-支付界面.....	12
图表 18: 医快付APP-候诊叫号界面.....	12
图表 19: 医快付APP-诊断报告查看界面.....	12
图表 20: IBM 沃森.....	13
图表 21: 辅助诊疗关键技术环节.....	13
图表 22: 浙江大学附属医院列表.....	14
图表 23: 大健康业务发展路径.....	14
图表 24: 智能投顾与算法交易、量化投资的比较.....	15
图表 25: 市场投资者和投资咨询从业人数对比.....	16
图表 26: 智能投顾市场规模(亿美元).....	16
图表 27: 智能投顾关键技术环节与商业模式.....	17
图表 28: 2008-2015 年我国高铁营业里程(公里).....	17
图表 29: 2008-2015 年中国高铁占铁路营业里程比重.....	17
图表 30: 《中长期铁路规划》各阶段目标汇总表.....	18
图表 31: 14-17 年中国 IDC 市场规模测算.....	18
图表 32: 政务云市场规模与增速.....	19
图表 33: 政务云市场规模预测.....	20
图表 34: 华通云数据发展历程重要事件.....	21

一、浙大网新：聚焦优势行业，发力人工智能占领科技制高点

1.1 国内领先的信息化解决方案提供商

- 公司成立于 2001 年，由浙大网新集团有限公司控股，是一家依托浙江大学组建的高科技软件公司。公司传统业务主要可分为软件外包、系统集成以及硬件分销等业务，近几年分销业务出现亏损，15 年公司剥离了亏损近 1 个亿主营网络设备分销的北京晓通网络，并收购网新电气、网新信息以及网新恩普，拉开了通过剥离整合聚焦大交通、大金融与大健康三大优势行业的新时期发展大幕。

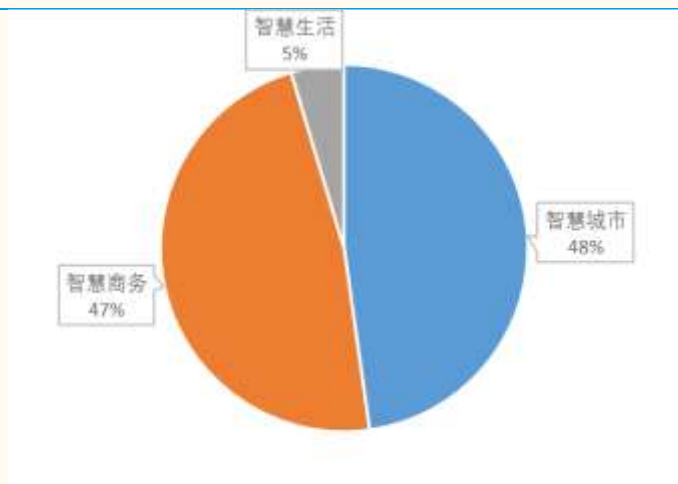
图表 1：公司业务板块



来源：国金证券研究所

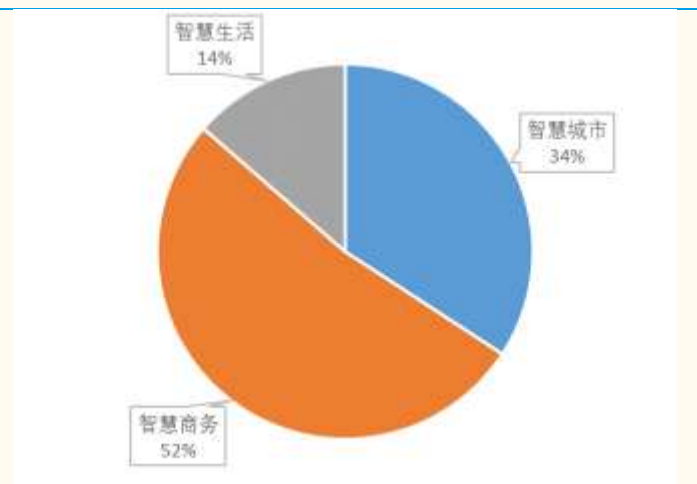
- 2016 年上半年公司总营业收入为 15.28 亿元，其中主营业务智慧城市（包括市民综合服务体系、智慧政务、智慧交通、智慧城市公共设施等领域业务）、智慧商务（包括智慧金融、电子商务、企业征信服务等领域业务）、智慧生活（包括智慧人社、智慧养老、智慧医疗、智慧助残等领域业务）分别实现营业收入 7.3 亿元、7.3 亿元以及 7,119 万元。毛利率方面智慧生活与智慧商务较高，智慧商务毛利占比超过 50%。

图表 2：营业收入结构（2016 年上半年）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：毛利结构（2016 年上半年）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司近几年收入保持稳定，14-15 年由于硬件分销业务亏损幅度较大，导致公司营业利润出现大幅亏损，15 年传统业务亏损 2.1 亿左右，加上 4.8 亿股权转让投资收益最终实现 2.7 亿利润总额，15 年剥离亏损近 1 个亿的晓通网络，去年亏损 9600 万的快威科技是因为思科存货导致，属于非经常性亏损，今年有望扭亏。综合来看公司传统业务今年有望实现盈亏平衡，随着网新电气、网新信息以及网新恩普开始并表，公司业绩有望重回快速增长轨道。

图表 4：营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

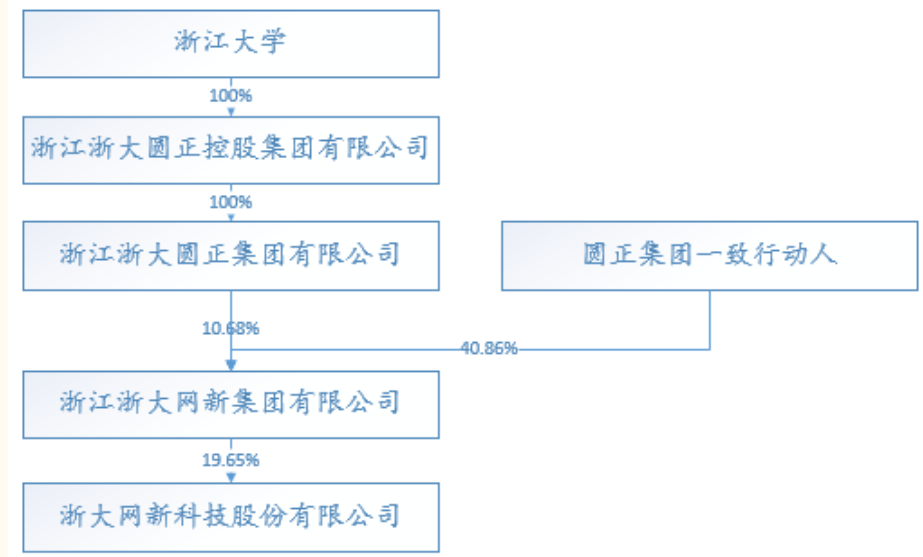
图表 5：净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司控股股东为浙江浙大网新集团有限公司，主营业务包括软件和信息服 务；电子、通信及自动化控制技术研究、开发和服务，上述相关工程配套的 电子、通信及自动化控制产品及设备销售，高新技术研究、开发等；公司 实际控制人为浙江大学。

图表 6：公司股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：公司主要控股子公司列表

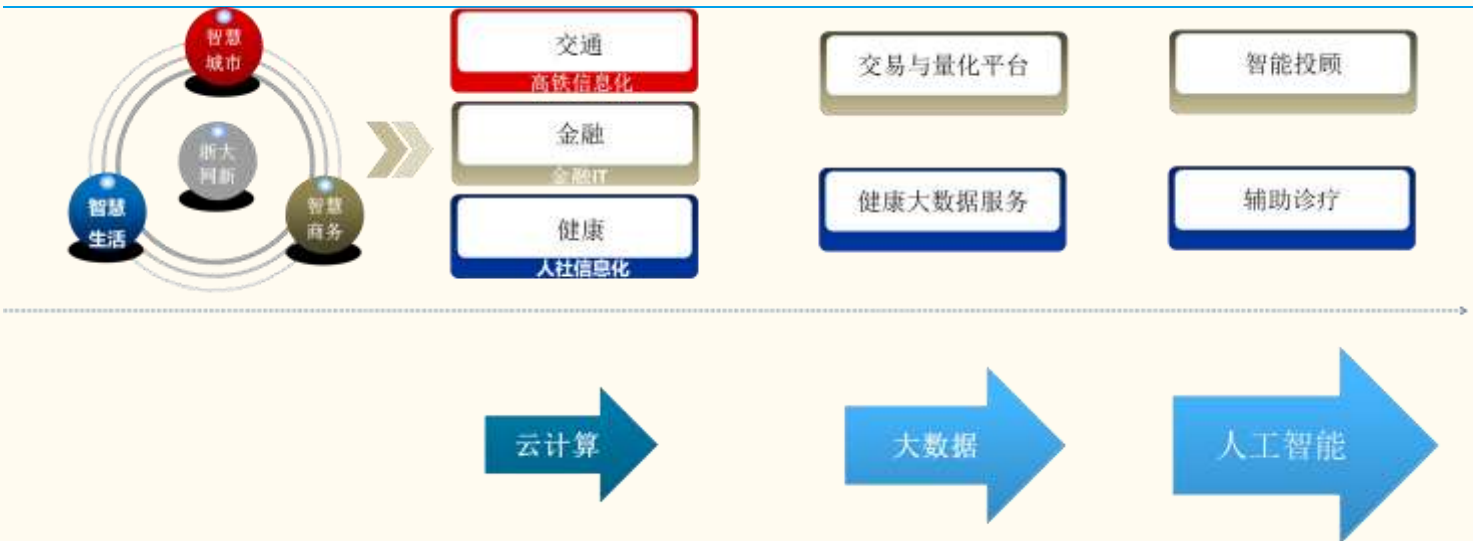
15年已剥离	晓通网络	硬件分销	14年100%	14年净利润-8393万
智慧城市	快威科技	系统集成和应用解决方案（预计16年扭亏）	95%	15年净利润-9625万
	晓通智能	智能建筑产品业务和解决方案	100%	15年净利润215万
	软件产业集团	市民综合服务体系业务	95%	15年净利润1181万
智慧商务	网新国际	主要为美国客户提供解决方案与服务	80%	15年净利润1301万
	北京新思	主要为日本客户提供解决方案与服务	80%	15年净利润163万
	汇信科技	为国内企业提供企业身份认证及征信服务	70%	
	网新图灵	为中小企业来提供IT基础架构解决方案。	95%	15年净利润253
15年底并购进来，16年全年并表	网新电气	高铁信息化	80%	16年承诺利润2600万
	网新信息	智慧城市	100%	16年承诺利润1200万
	网新恩普	人社信息化	92%	16年承诺利润4290万

来源：公司公告，国金证券研究所

1.2 聚焦医疗、金融与交通三大行业，大数据与人工智能支撑产业升级

- 公司传统业务主要是系统集成、软件外包业务，分为智慧城市与智慧商务，15年传统业务亏损2.1亿左右，加上4.8亿股股权转让投资收益最终实现2.7亿利润总额，15年剥离亏损近1个亿的晓通网络，去年亏损9600万的快威科技是因为思科存货导致，属于非经常性亏损，今年有望扭亏。所以综合来看公司传统业务今年有望实现盈亏平衡。
- 15年收购的三家公司网新电气、网新信息以及网新恩普16-17年的对赌业绩综合分别是8100万与1.03亿，网新电气近几年业绩增长较快，有望超预期，所以我们预计16/17年三家公司业绩将达9000万与1.2亿。加上公司9月出售1000万股众合科技股票2亿左右的投资收益，公司16年能够实现3亿左右的净利润。
- 公司通过剥离亏损业务聚焦优势行业重构公司业务体系，未来将聚焦交通、金融以及健康领域，紧跟云计算、大数据与人工智能科技浪潮，不断打造三大行业升级版。交通以网新电气的高铁信息化业务为主，收益近几年国内高铁建设高增长，公司该业务增长有望超预期；金融方面，公司与世界托管与管理资金规模最大的道富银行合作十几年，在金融信息化、外汇、股票、固定收益、货币基金等交易系统与量化交易平台方面有大量的项目积累，未来公司一方面大力开拓国内金融机构客户，为其提供整体解决方案，另一方面将核心交易与量化系统产品化在国内推广，两个维度拓展保证了公司未来金融业务快速增长。医疗方面主要是以网新恩普为人社医保提供的信息化解决方案，占领了浙江、江苏、江西、安徽等省，市场份额排第三，当前正在拓展山西省、陕西省、河南与河北等省并取得一定成效。异地省份拓展一方面保证公司医疗领域业绩快速增长，另一方那面市场份额的扩大为未来健康大数据与辅助诊疗拓展了发展空间。
- 依托与社保医保机构的资源公司推出的医快付应用，能够实现在线挂号、叫号、医保支付以及报告获取等服务，使得整个看病流程最大程度地互联网化，用户看病体验大幅提升，在浙江邵逸夫试点用户快速增长，当前已经在杭州六七家主要的三家医院试点，同时社保机构也在湖州、衢州以及义乌等地推广试点。公司应用能够打通医院与医保支付接口，相比现有移动医疗产品优势明显，公司未来拿下整个浙江医院是大概率事件，有望向其医保社保系统覆盖的其他四个省份拓展，未来能够占领用户医保社保数据与医疗报告等数据，支撑公司提供健康大数据服务，发展空间巨大。
- 人工智能方面公司依托浙江大学在人工智能方面积累与研究机构资源，未来加强前沿技术的研究，另一方面与自身金融与健康业务结合，深耕智能投顾与辅助诊疗领域。

图表 8：公司发展战略

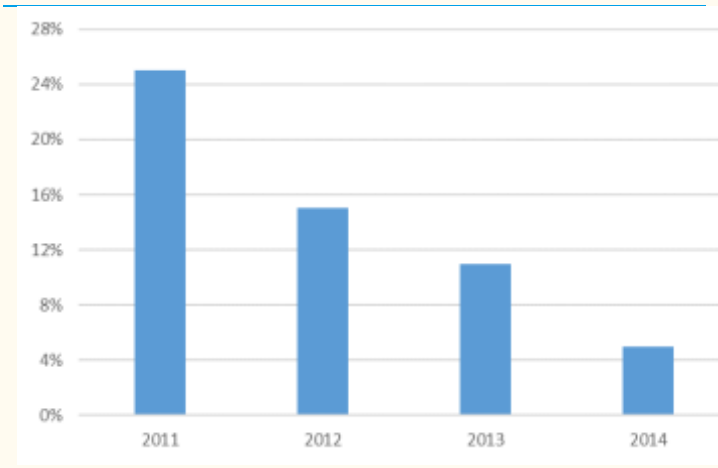


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 深度学习迎来智能化浪潮，公司依托浙大有望打造国内人工智能重要一极

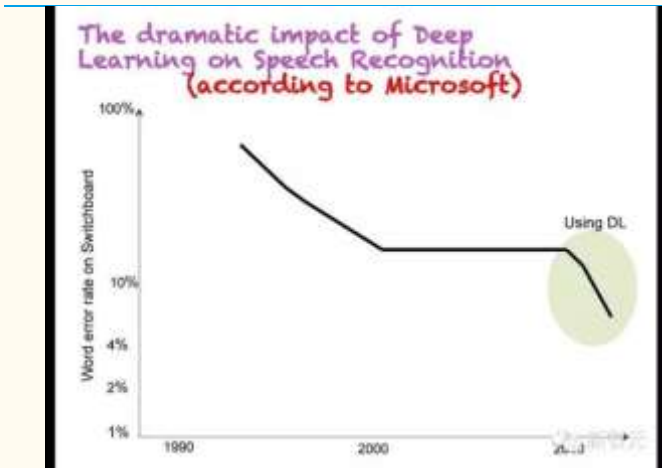
- 深度学习技术上突破推动智能化浪潮到来。06 年深度学习被提出，10 年有人将它用于图像识别与语音识别并取得了较好的效果，此后深度学习开始普及并将它应用图像处理、语音识别以及 NLP 中，图像识别与语音识别技术也得到了根本性的突破，图像识别错误率从 24% 下降到 4%，语音识别错误率从 15% 下降到 4%，语义理解准确率也有大幅提升，通用领域语义理解准确率达 60-70%，专用领域准确率能达 95% 以上。
- 准确率的提升使得计算机视觉、语音识别以及语言交互等应用体验得到大幅提升，应用逐渐开始商业化。

图表 9：图像识别错误率大幅下降



来源：互联网，国金证券研究所

图表 10：语音识别错误率大幅下降



来源：互联网，国金证券研究所

- 人工智能带来超万亿市场。我们认为科技将沿着互联网、大数据、人工智能的路径向前发展，“大数据+”与“人工智能+”将全面接管“互联网+”成为下一个大风口。互联网解决连接的问题，万亿市场来自企业宣传与广告，人工智能解决降低人工成本问题，人工智能+对传统行业的改造实现大量工作的自动化与智能化，将带来生产成本与人工成本的大幅下降，数据显示在社会成本中人工成本占比是最大的，所以人工智能市场必将是超万亿市场。
- 人工智能将会带来各个产业根本性的变革以及生产与生活方式的变化，影

响将远大于互联网对各行业的改造，比如制造业将从人工操作像机器自动化操作转变，餐饮、酒店等服务行业大量采用服务机器人以降低人工成本，金融、医疗以及教育等服务行业能够借助行业深度咨询系统为客户提供服务，零售广告行业能够更加精准地营销商品，互联网从连接到智能连接。

- 公司人工智能发展将结合自身优势行业发展智能投顾与辅助诊疗。

图表 11：人工智能带来超万亿市场



来源：国金证券研究所

图表 12：人工智能颠覆各行业生产方式



来源：国金证券研究所

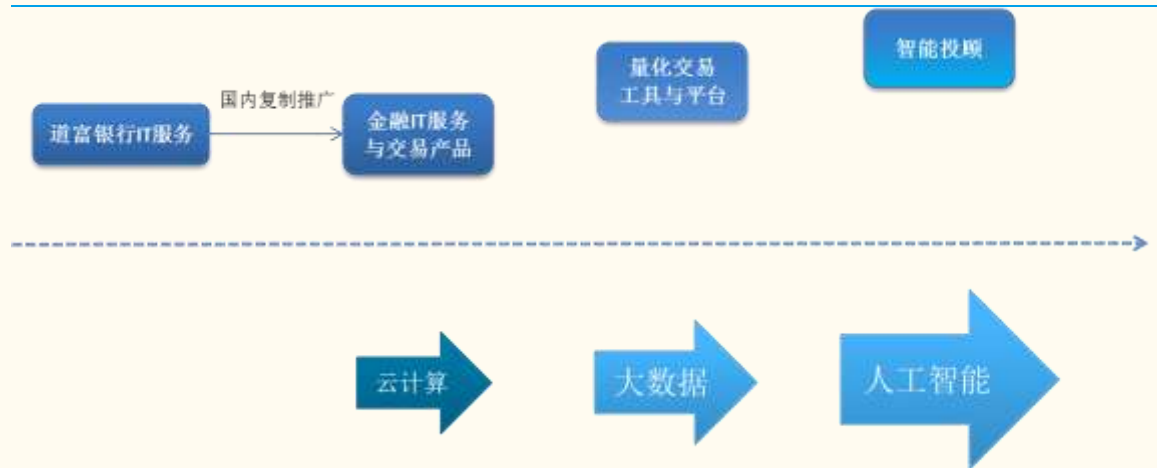
- 公司与浙大成立联合研究中心开展前沿技术研究，保证公司紧跟世界领先人工智能技术，支撑公司产业升级与变革。为实现公司成为国内人工智能 2.0 领军企业的愿景目标，公司拟与浙江大学创建“浙大网新-浙江大学人工智能联合研究中心”，联合研究中心设立学术委员会，由中国工程院院士潘云鹤担任主任、中国工程院院士陈纯担任副主任，双院士领衔的强大研究团队保证公司源头技术领先地位，支撑公司聚焦三大行业引领业务模式变革。
- 人工智能行业应用壁垒主要有人工智能前沿技术的研究与行业数据和用户的积累两方面。人工智能研究方面当前有两种模式，一种以谷歌、Facebook 以及百度为代表的科技巨头从高校挖人成立研究院，另一种以科大讯飞、Uber、思必驰为代表通过与高校实验室合作开展前沿技术研究，与高校合作能够以较低的成本利用高校实验室在人工智能领域的技术积累以及研究团队资源，成为多数人工智能公司的发展模式，随着智能化浪潮到来顶尖高校资源逐渐划分，行业格局也将逐渐明朗。公司依托浙大人工智能技术优势，同时结合自身在金融与健康领域所积累的数据与用户发力智能投顾与辅助诊疗领域，在技术与数据领域优势较大。
- 人工智能技术虽然在图像处理与语音识别等领域取得了突破性进展，但在自然语言处理、知识学习、意识的形成等领域依然有很长的路要走，所以需求不断地投入前沿技术的研究，一般的公司难以能够像谷歌、百度等巨头投入重金设立大规模研究院，要么就像讯飞等公司一样与高校合作以较低成本获得前沿科研成果，要么缺乏研究支持在巨头绞杀中最终缴械投降，公司在高校资源方面背靠浙大有先天的优势，有望在国内智能化浪潮中占有一席之地。
- 发力智能投顾与辅助诊疗，打开公司市值成长空间。公司依托浙大人工智能技术优势，同时结合自身在量化领域的积累切入智能投顾。我们认为投资是对历史数据分析总结，进而制定投资策略后指导未来投资决策，计算机在数据的分析以及博弈层面有先天的优势，所以我们认为未来投资的大数据化与智能化一定是趋势。据毕马威预估，到 2020 年，美国智能投顾的资产管理规模将会达到 2.2 万亿美元。同时公司依托健康领域所积累的

数据与用户发力智能投顾与辅助诊疗领域，辅助诊疗一方面能够辅助医生诊断，提高诊断正确性，另一方面能够向 C 端用户提供辅助诊疗服务占领占领行业入口，是未来提高医疗水平的必然趋势，将会渗透到医疗领域方方面面。所以我们认为公司在智能投顾与辅助诊疗领域，从技术到数据积累再到行业布局均有较强优势，有望打开公司市值成长空间。

二、医疗信息化到辅助诊疗，技术创新支撑产业升级与模式变革

- 医疗信息化到健康大数据再到辅助诊疗。**公司医疗信息化领域主要是网新恩普主营的社保与医保信息化业务，公司占领了浙江、江苏、江西以及北京等 4 个省份，同时公司正向河南、河北、山西、山西与安徽等省拓展，异地扩张一方面保证公司该业务快速增长，另一方面为公司健康大数据与辅助诊疗拓展了发展空间。公司依托与社保机构的关系打通移动医疗线上医保支付推出医快付 APP，实现就诊流程最大程度互联网化，当前已经在杭州 6 家医院以及义乌、湖州、衢州等地试点，随着应用的普及有望占领医保支付与就诊报告等数据，从而能够面向药企、征信机构提供健康大数据服务。同时公司将利用占领的就诊报告数据结合浙江大学人工智能技术优势发展辅助诊疗，占领医疗领域行业入口。

图表 13：大金融业务发展路径



来源：国金证券研究所

2.1 人社信息化业务行业领先，卡位医保稀缺资源

- 网新恩普同时获得人力资源和社会保障部全部信息系统业务资格认证和核心平台前台技术支持商资格**（作为国内软件企业中拥有人力资源和社会保障信息系统业务资质和认证最完备的企业之一），主要面向相关政府部门和各类服务对象提供信息化建设整体解决方案、应用软件产品、系统平台建设和持续的技术支持与运维服务。网新恩普五大产品系列包括人社系统基础架构、人社业务经办、公共服务产品、业务监测、决策分析，涵盖全部人力资源和社会保障业务领域，服务对象包括各级人力资源和社会保障政府部门、各级业务经办机构、各级基层服务机构、各类医保定点医疗机构、所有机关企事业单位和城乡各类人群。

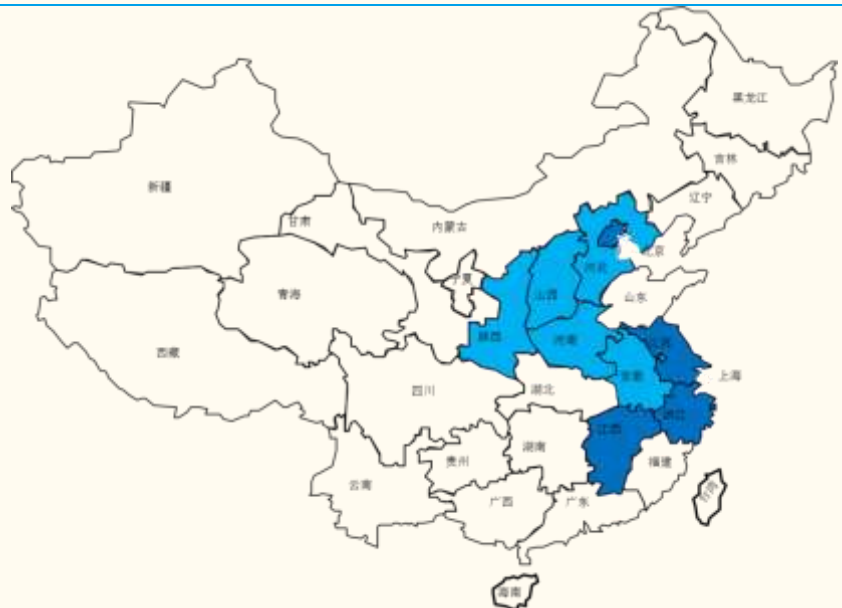
图表 14：网新恩普产品与解决方案列表

方案	产品
移动应用解决方案	医疗服务监控产品
劳动关系管理解决方案	新农保
社会保障卡应用支撑平台解决方案	简易HIS
全方位、无缝隙的人力社保公共服务解 决...	金保联网
阳光医保信息化解决方案	社税联网
人社业务影像电子档案解决方案	网上申报
人力资源和社会保障一体化解决方案	门户网站
社会保障一卡通解决方案	自助服务终端产品

来源：公司网站，国金证券研究所

- 网新恩普原有市场主要集中在浙江省、江苏省、江西省和安徽省，当前在人社与医保信息化领域公司市场份额排第三，目前正在积极开拓山西省、陕西省、河南省以及河北省等地区社保运营信息化市场，并且部分业务已经在实施中，未来将会是网新恩普重要的业务增长来源，公司 15 年收购恩普剩余股权对赌业绩 2015-2017 分别为 3300,4290,5577 万元。

图表 15：网新恩普社保信息化占领省份



来源：国金证券研究所

2.2 医快付快速推广占领医疗数据，提供健康大数据服务实现商业模式变革

- 为解决当前患者看病诸多问题，在浙江省人力资源与社会保障厅的支持下，公司 15 年开始探索医疗移动支付 2.0 产品，今年 3 月医快付上线并在邵逸夫医院试点。
- 随着“互联网+医疗”行动计划的进一步深入，大量医院与互联网公司开发医院医疗服务在线平台，旨在节省看病流程中排队等候时间，然而从实际使用情况来看，真正选择全程使用 APP 看病的患者仍在少数，最重要的原因就在于没有实现医保绑定，全部需要患者自费。

- “医快付”实现全流程最大程度移动化：支持预约、挂号、候诊、引导、支付、报告、取药、发票、退费全流程，支持医保与第三方支付，使得用户体验大幅提升，真正实现医院服务互联网化。传统走流程，排队、候诊，算下来需要 4~5 个小时，但从邵逸夫医院试点情况来看，平均就医时间已经缩短到 1.7 小时，大大提升了看病体验。
- 当前移动医疗的发展有两大阻碍，一是医保支付，二是占领大量医院资源，不能打通医保支付使得当前移动医疗产品难以打入医疗服务主流市场，另一方面支付手段的不完善也使得当前医院医疗服务产品使用粘性不高，此外移动医疗产品在医院的推广也是困难重重，耗时费力收效甚微。
- 公司医快付一方面打通医保支付大大提升了用户的支付体验，另一方面与社保机构合作联合推广医快付应用，能够快速占领大量医院与用户，打破移动医疗产品发展两大阻碍因素，从邵逸夫医院试点情况来看使用率较高，现已在杭州 6 家大型医院试点，同时与社保机构合作在湖州、衢州以及义乌等地主要医院推广试点，短期占领浙江主流医院已经是大概率事件，未来有望向其社保信息化占领的几个省推广。

图表 16：医快付APP-预约挂号界面



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 17：医快付APP-支付界面



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 18：医快付APP-候诊叫号界面



来源：公司网站，国金证券研究所

图表 19：医快付APP-诊断报告查看界面



来源：公司网站，国金证券研究所

2.3 依托浙大人工智能技术与自身医疗数据，发力辅助诊疗

- 现有人工智能算法以及计算资源的规模已经能够实现专用领域的人工智能系统，像 IBM 的沃森能够实现机器答题以及医疗咨询的功能，其通过现有语义理解技术与自定义数据库的方式已经能够实现垂直领域的语义理解，通过大数据与推理实现咨询方面的功能。IBM 沃森系统在美国某一答题比赛中以优异成绩打败人类，同时他还能够充当医生助手提供医疗咨询服务，所以现有语义理解技术辅以自定义数据库能够实现专一领域的语义理解功能，加上大数据技术还能够实深度咨询功能。

图表 20: IBM 沃森



来源：互联网，国金证券研究所

- **保守预计辅助诊疗市场空间达 610 亿。**2011 年我国执业（助理）医师为 246.6 万人，中国国务院在 2015 年—2020 年五年规划中表示，到 2020 年医生数量是 2013 年的两倍，届时我国医生数量将超过 500 万，假设医生助手 70% 的渗透率，云服务每名医生助手 1 万元每年，单医疗行业市场规模将达 350 亿。行业入口方面，未来深度咨询必将占领用户的行业咨询入口，行业消费的流量入口，按 20% 人口渗透，人均增值服务费 100 元计算，市场规模达，260 亿。
- **占据人工智能技术、医疗数据以及医疗应用场景几大关键因素，有望打造中国版沃森。**医疗咨询与辅助诊疗领域关键是医疗数据的积累、图像与自然语言处理技术以及最终辅助诊疗应用场景。**医疗数据方面**，公司医快付应用能够占领患者诊断报告数据，当前应用已获得社保支持在全省推广，未来有望占领其医保信息化业务覆盖的其他省份，进而占领几大省份患者就诊报告数据。**医疗应用场景**，医快付本身占领大量用户，是辅助诊疗应用天然的应用场景，此外浙大附属医院也为公司辅助诊疗提供了全面的应用环境。公司通过医快付占领大量的就诊报告数据与用户，同时借助浙江大学在图像与自然语言处理领域的技术优势以及其旗下医院的数据与应用场景，有望打造中国 wotson。

图表 21: 辅助诊疗关键技术环节



来源：国金证券研究所

图表 22：浙江大学附属医院列表

浙江大学医学院附属第一医院
浙江大学医学院附属第二医院
浙江大学医学院附属邵逸夫医院
浙江大学医学院附属儿童医院
浙江大学医学院附属妇产科医院
浙江大学医学院附属口腔医院

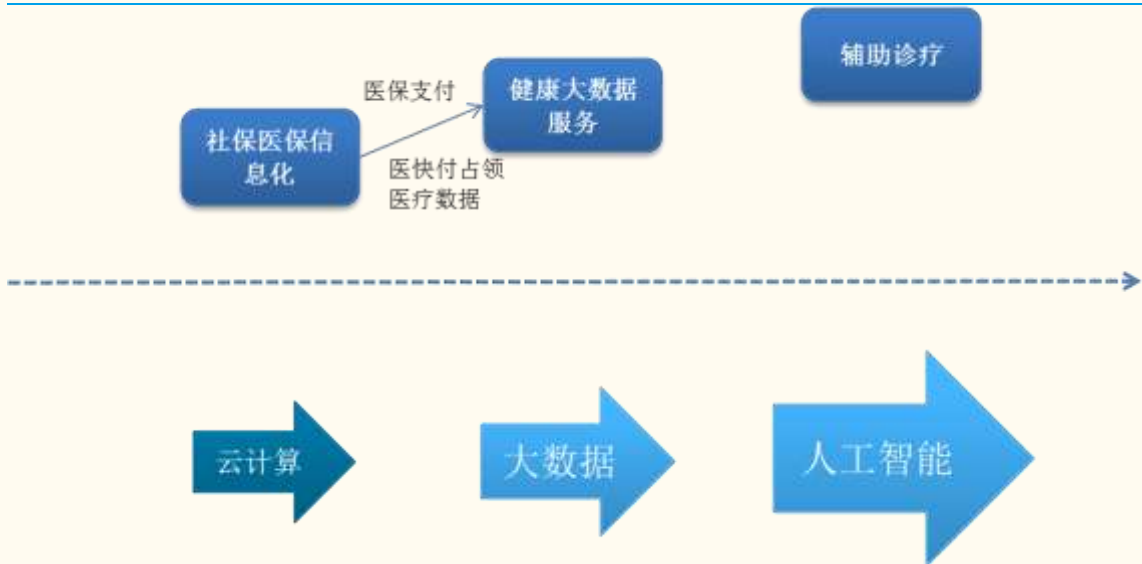
来源：国金证券研究所

三、金融 IT 国内拓展实现业绩快速增长，发力智能投顾占领金融科技制高点

3.1 依托道富银行服务经验，国内拓展有望实现业务快速增长。

- 公司与美国道富银行合作十几年，有大量的资产托管、外汇交易、股票交易、固定收益以及货币基金等方面解决方案经验，当前服务美国金融机构工程师就达三四千人，收入规模 3-4 亿，单道富银行就一两千万美金收入，在金融 IT 尤其是量化交易领域实力在国内首屈一指。
- 美国道富集团成立于 1792 年，现为全球最大的托管银行和最大的资产管理公司之一，托管的资产高达 21.8 万亿美元，管理着超过 1.8 万亿美元的资产。所以公司十几年的合作，其金融 IT 系统、交易与量化平台能够代表国际最先进的技术与理念，当前公司已经开始着手拓展国内客户，同时将核心交易与量化系统产品化在国内推广，已经有财通证券多家机构合作，未来有望加强推广实现金融业务快速增长。

图表 23：大健康业务发展路径



来源：国金证券研究所

- 公司依托与道富十几年合作积累了领先的金融 IT 技术储备，同时利用浙江大学研究资源紧跟大数据与人工智能科技浪潮，引领金融科技行业变革。未来公司在金融科技领域发展分为三个阶段：1 金融 IT 从道富到国内市场，实现业绩快速增长，2 产品化与大数据化发展阶段，3、整合资源发力智能投顾。
- 1 金融 IT 国内拓展实现业绩高增长。公司金融 IT 此前主要为道富银行提

供 IT 服务，近几年逐渐拓展了其他客户，当前收入规模 3-4 亿，单道富银行就 1000-2000 万美金收入。未来公司依托多年与外资银行多年的合作经验开拓国内市场，公司技术优势明显有望实现业务收入快速增长，同时客户数量增多原有解决方案与产品的复用性提升，有望带来利润率水平大幅提升。

- **2、量化交易与大数据产品成竞争优势。**公司与美国道富银行合作十几年，在资产托管、外汇交易、股票交易、固定收益以及货币基金等方面解决方案能够代表最先进水平，公司未来一方面继续将原有的交易解决方案产品化，另一方面依托浙江大学大数据研究资源加大金融与投资大数据产品的研发，提升大数据对金融投资与决策的指导作用。

3.2 投资理财智能化大势所趋，发力智能投顾占领金融科技制高点。

- **智能投顾拓展公司成长空间。**同时公司利用浙江大学人工智能研究团队资源，结合自身量化交易方面的技术与解决方案积累，发力智能投顾拓展公司成长空间。
- **智能投顾 (Robo-Advice)** 是指利用大数据分析、量化金融模型以及智能化算法，根据投资者的风险承受水平、预期收益目标以及投资风格偏好等要求，运用一系列智能算法，投资组合优化等理论模型，为用户提供投资参考，并监测市场动态，对资产配置进行自动再平衡，提高资产回报率，从而让投资者实现“零基础、零成本、专家级”动态资产配置。

图表 24：智能投顾与算法交易、量化投资的比较

名称	算法交易	量化投资	智能投顾
概念	用算法指导交易	用模型和数字指导整个投资框架	机器提供咨询服务
核心	算法	数据、模型、概率	机器、自动化
目标用户	专业投资机构	专业投资机构	普通理财人
代表机构	高盛、花旗等	文艺复兴科技公司等	Wealthfront、Betterment 等

来源：公开资料 国金证券研究所

- **投资咨询服务供给不足。**受金融牌照和投顾资质影响，拥有从业资格的机构和投资顾问集中于券商，券商成为开展投顾业务的主力军。在相当长时间里，机构和高净值个人投资者才是投顾业务重点服务对象，海量的、投资额相对小的个人投资者没有享受到很好的服务和产品。
- **投资咨询需求旺盛。**《福布斯》发布的《2015 中国大众富裕阶层财富白皮书》显示，到 2014 年底，中国私人可投资资产总额约 106.2 万亿元，年增长 12.8%，主要由股票、基金、债券等金融性资产增长所带动。预计到 2015 年底，中国私人可投资资产总额将达到 114.5 万亿元。另外，2014 年末中国大众富裕阶层（指个人可投资资产在 60 万元至 600 万元人民币之间的中国中产阶级群体）人数已达到 1388 万，同比增长 15.9%，这一增速较去年同期有所下滑。预计到 2015 年底，该人数将达到 1528 万。
- **供需矛盾催生智能投顾。**截至 2016 年 1 月，市场投资者数量共计 10038 万人，其中自然人 10010 万，非自然人 28.8 万，而投资咨询从业人数为 5.02 万人，投资咨询服务供需不平衡的矛盾催生智能投顾需求。

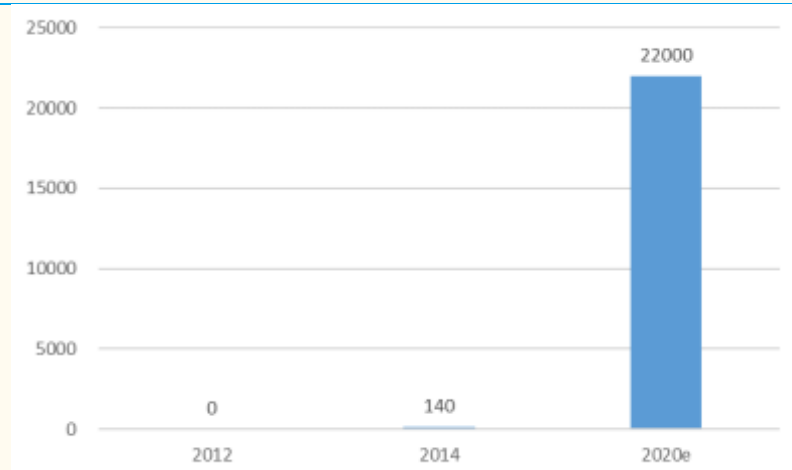
图表 25：市场投资者和投资咨询从业人数对比



来源：36Kr，国金证券研究所

- **投资智能化大势所趋，带来 570 亿新市场。**毕马威预估，到 2020 年，美国智能投顾的资产管理规模将会达到 2.2 万亿美元。根据花旗银行的最新研究报告，智能投顾管理的资产，2012 年基本为 0，14 年底升到 140 亿美元，在未来 10 年里，智能投顾管理的资产还会呈现指数级增长趋势，总额达到 5 万亿美元。
- 投资是对历史数据分析总结，制定投资策略后指导未来投资决策，而在数据的分析以及博弈层面计算机有先天的优势，所以我们认为未来投资的大数据化与智能化一定是趋势，我们保守预计假设到 2025 年智能投顾渗透率达 10%，管理规模将达 11.4 万亿，以 0.5% 的管理费率计算市场空间将达 570 亿。

图表 26：智能投顾市场规模（亿美元）



来源：毕马威，国金证券研究所

- 智能投顾主要涉及量化与投资策略、大数据处理技术以及人工智能技术，公司与道富银行合作多年在量化交易解决方案方面有大量积累，其信息化工具代表了世界领先水平，优势明显。此外依托浙江大学在大数据与人工智能方面的积累以及研究团队资源，公司有望在智能投顾三大核心领域建立起较强优势。

图表 27: 智能投顾关键技术环节与商业模式

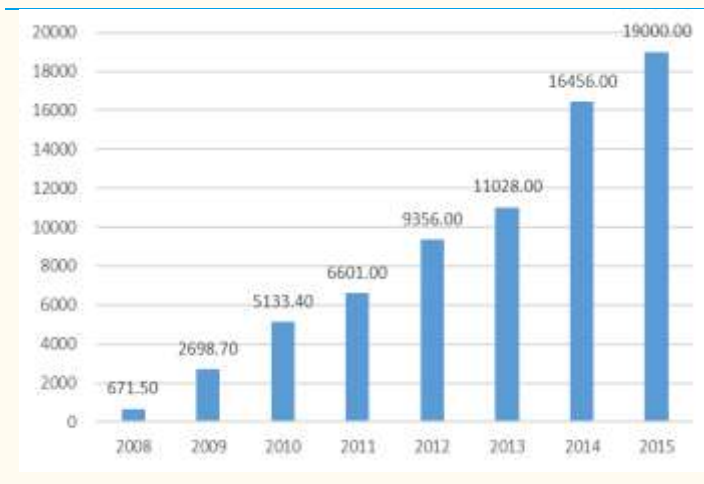


来源: 国金证券研究所

四、高铁投资维持高位，交通业务业绩有望超预期

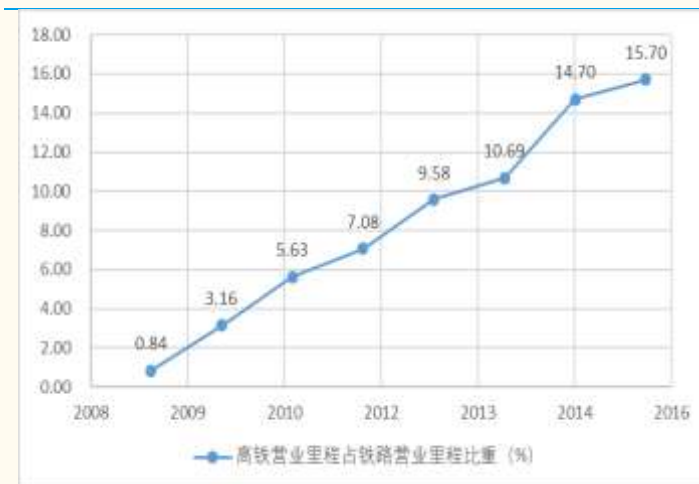
- 2011~2015 年，我国高铁营业里程增加 1.39 万公里。中国自 2008 年开通高铁，高铁在铁路营业里程的占比不到 1%，截至 2015 年我国高铁占铁路营业里程 15.7%，由此可见高铁建设发展非常迅速。

图表 28: 2008-2015 年我国高铁营业里程 (公里)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 29: 2008-2015 年中国高铁占铁路营业里程比重



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

- 发改委发布《中长期铁路网规划》。今年 7 月，国家发改委对外发布《中长期铁路网规划》，《规划》提出，到 2020 年建成高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，这样 16-20 年还将建设 1.1 万高速铁路，高铁投资依然维持高位。

图表 30:《中长期铁路规划》各阶段目标汇总表

时间截点	规划目标
2020 年	到 2020 年, 铁路网规模达到 15 万公里, 其中高速铁路 3 万公里, 覆盖 80% 以上的大城市
2025 年	到 2025 年, 铁路网规模达到 17.5 万公里左右, 其中高速铁路 3.8 万公里左右
2030 年	到 2030 年, 基本实现内外互联互通、区际多路畅通、省会高铁连通、地市快速通达、县域基本覆盖
远期规划	远期铁路网规模将达到 20 万公里左右, 其中高速铁路 4.5 万公里左右。全国铁路网全面连接 20 万人口以上城市, 高速铁路网基本连接省会城市和其他 50 万人口以上大中城市, 实现相邻大中城市间 1~4 小时交通圈, 城市群内 0.5 至 2 小时交通圈

来源:《中长期铁路规划》, 国金证券研究所

- 2014 年底, 公司控股股东网新集团为拓展智慧城市业务板块, 实现智慧城市细分领域的专业化发展, 决定调整其下属控股子公司网新系统业务结构, 将网新系统的交通智能化业务进行培育, 由网新电气承接该业务, 实现独立运营。网新电气以国家重点发展的高铁业务为核心主业, 向铁路交通、城市交通等行业用户提供智能化系统工程及服务。
- 2015 年, 公司向网新集团以及陈根土、沈越和张灿洪 3 名自然人购买其持有的网新电气 72% 股权, 交易价格为 21,600 万元。
- 收购网新电气帮助公司提升在交通智能化市场上的技术能力、服务能力和市场竞争力, 并有利于上市公司通过智慧交通切入到具体城市, 参与智慧城市建设与运营。
- 深耕东南亚, 持续拓展国际市场。同时, 上市公司自 2010 年起进入老挝市场, 对东南亚市场有深入的了解, 积累了丰富的项目工程总包经验。收购网新电气将丰富上市公司在高铁领域的国际工程能力和优势, 有助于开拓以老挝为代表的“一带一路”沿岸国家市场。

五、布局 IDC 与政务云, 将迎收获季

1、多因素共振, IDC 行业持续高速增长

- 移动互联网浪潮方兴未艾, 云计算、大数据又是来势汹汹, 科技革命此起彼伏, 下游应用更是百花齐放, 诸多因素共振拉动整个 IDC 服务市场规模快速增长。中国 IDC 圈数据显示 14 年 IDC 市场规模达 372 亿, 同比增长 41.8%, 未来三年复合增长达 34%。

图表 31: 14-17 年中国 IDC 市场规模测算



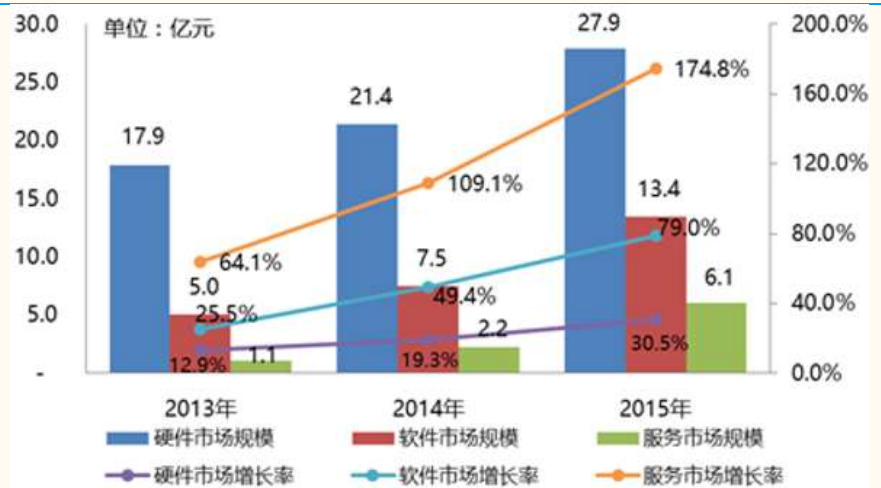
来源: 中国 IDC 圈 国金证券研究所

- 当前 IDC 服务市场主要分为电信运营商与第三方 IDC 服务商，运营商 IDC 在带宽成本与容量上有明显优势，第三方 IDC 服务商在快速响应、运维服务以及多网络连接方面能够提供较好的服务，所以我们看到近几年第三方 IDC 服务商发展迅速占据大多数市场份额。行业的地域分布方面，当前一线城市尤其是北上深杭无论从客户资源、用户响应延时方面优势显著，在一线城市对 IDC 用地控制以及能耗指标要求趋严的背景下，一线城市 IDC 成为稀缺资源。我们认为未来一线城市 IDC 资源稀缺的背景下北上深杭 IDC 市场将成卖方市场，另一方面需求高增长的拉动下二三线城市 IDC 将得到快速发展。

2、政务云迎高速增长

- 需求层面看，电子政务云化能够降低建设期的资金压力，同时保证后期功能更新及时避免重复建设，既能够降低总体成本同时能够保证及时更新，所以我们看到需求端政府逐渐接受并开始部署政务云。
- 从政策层面看，当前我国政府购买政务云服务的体制束缚已基本破除，利好政策不断出台，市场进入爆发期。2013 年，国办印发《关于政府向社会力量购买服务的指导意见》；2014 年，财政部印发《政府购买服务管理办法（暂行）》通知；2015 年，中央网信办印发《关于加强党政部门云计算服务网络安全管理的意见》；2016 年，国办印发《国务院办公厅关于成立政府购买服务改革工作领导小组的通知》。这些文件从不同层面对政府部门购买政务云服务进行了规范，明确了信息化购买服务的范畴，对政务云服务行业意义重大。

图表 32：政务云市场规模与增速



来源：CCW Research 国金证券研究所

- 2015 年以来，政务云市场的发展速度明显加快，与之前两年相比，市场规模增长显著。据计世资讯的研究报告显示，2015 年中国年政务云基础架构平台市场规模为 47.4 亿元，与 2014 年相比同比增长 52.4%。可以说，政务云已逐步进入大范围实施落地阶段。
- 各级政府也在积极探索云计算在城市管理、电子政务、园区服务以及医疗卫生、互联网、教育、金融等领域的创新应用，取得的成效同样明显。在各省市“十三五”发展规划、智慧城市建设、各省市“互联网+”三年行动计划等文件中，均重点提到了云计算的建设。政府部门从上至下的一致举措，让政务云的发展空间扩展得异常迅速。
- 计世资讯的研究报告中，将政务云细分市场进行了统计。数据显示，2015 年中国政务云基础架构平台硬件、软件、服务市场的规模分别为 27.9 亿元、13.4 亿元和 6.1 亿元。虽然在整体数量上，硬件所占比例略大，但从趋势上来看，软件与服务所占比例正在飞速增长，同比增长率分别达到了 79.0% 和 174.8%，相对于硬件市场增长更为迅速。

图表 33: 政务云市场规模预测



来源: 公开资料 国金证券研究所

- 公司于 2012 年与华数网通等公司共同投资设立浙江华通云数据科技有限公司, 公司占 22% 股权, 并于 2014 年与世导信息共同投资设立的浙江世导裕新网络科技有限公司, 积极推进 IDC 托管与政务云业务。
- 2015 年度, 华通云数据和世导裕新共计实现营业收入 5 亿多, 净利润 6300 万元, 当前机柜数量接近 1 万, 预计全部租出收入接近 10 亿, 1.5-2 亿净利润, 考虑到杭州地阿里以及众多互联网企业需求旺盛, 公司未来 IDC 业务依然保持高速增长, 同时考虑公司在浙江地区的政府资源, 未来在浙江政府云领域将占领较大市场份额。

图表 34：华通云数据发展历程重要事件

2016年5月	•杭州三墩数据中心正式交付使用
2015年5月	•杭州千岛湖数据中心正式投入使用。总建筑面积28000 m ² ，可容纳超过5万台服务器
2014年1月	•青山湖云数据中心项目投入运营，
2013年3月	•上海金桥数据中心正式启用
2013年1月	•杭州转塘云数据中心正式启用
2014年7月	•青山湖云数据中心项目投入运营，华通云数据首个全面云化数据中心交付。
2014年6月	•浙江建成首个云计算“政务超市”，“浙江政务服务网”投入运行，由华通云数据提供云计算资源。
2014年5月	•在全国率先实现政务系统上云，与杭州市政府签订《“智慧安监”云服务购买框架协议》、《“智慧城管”云服务购买框架协议》。
2014年5月	•全国首例政务系统去“IOE”架构，“杭州市道路停车收费系统”正式迁移上云。
2014年4月	•继阿里巴巴、百度之后，与腾讯合作建设的广电行业第一个综合CDN节点正式上线。
2014年1月	•全国首个运行在云平台的人社一体化信息系统：淳安人社一体化系统正式上线。
2013年12月	•华通云数据中标杭州政务云项目。
2013年8月	•阿里云“飞天5K”项目，正式入驻转塘云数据中心。
2012年7月	•浙江华通云数据科技有限公司（简称：华通云数据）正式成立。

来源：公司网站 国金证券研究所

盈利预测与估值

盈利预测

- **关键假设：**1. 传统业务实现扭亏；2.网新电气、网新信息以及网新恩普能够实现对赌业绩；

估值

- 我们预计 2016/2017/2018 年公司 EPS 分别为 0.33 /0.34 元/0.39 元，对应 PE 分别为 51/50/43 倍。考虑到公司未来整合资源聚焦三大优势行业，同时紧跟科技发展浪潮支持成也升级，未来发展空间较大，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- 并购公司未能实现承诺业绩；
- 金融与医疗业务拓展受阻；
- 人工智能技术研发不达预期。

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	5,205	4,704	5,269	3,976	4,863	5,427	货币资金	772	779	933	837	894	981
增长率		-9.6%	12.0%	-24.5%	22.3%	11.6%	应收款项	1,461	1,153	882	1,156	1,360	1,492
主营业务成本	-4,342	-4,007	-4,505	-3,064	-3,739	-4,151	存货	721	713	594	518	556	615
%销售收入	83.4%	85.2%	85.5%	77.1%	76.9%	76.5%	其他流动资产	248	391	360	319	323	335
毛利	863	697	764	912	1,124	1,276	流动资产	3,203	3,036	2,768	2,830	3,133	3,423
%销售收入	16.6%	14.8%	14.5%	22.9%	23.1%	23.5%	%总资产	64.8%	65.6%	64.7%	65.7%	68.3%	70.5%
营业税金及附加	-18	-20	-20	-16	-18	-20	长期投资	1,195	1,159	1,199	1,197	1,197	1,197
%销售收入	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	419	211	101	76	58	41
营业费用	-175	-170	-183	-166	-201	-219	%总资产	8.5%	4.6%	2.4%	1.8%	1.3%	0.8%
%销售收入	3.4%	3.6%	3.5%	4.2%	4.1%	4.0%	无形资产	93	87	85	92	88	84
管理费用	-534	-550	-640	-567	-683	-762	非流动资产	1,740	1,592	1,510	1,478	1,456	1,435
%销售收入	10.3%	11.7%	12.1%	14.3%	14.1%	14.0%	%总资产	35.2%	34.4%	35.3%	34.3%	31.7%	29.5%
息税前利润 (EBIT)	136	-43	-79	163	221	275	资产总计	4,943	4,628	4,278	4,308	4,589	4,858
%销售收入	2.6%	n.a	n.a	4.1%	4.5%	5.1%	短期借款	1,452	1,493	896	707	573	399
财务费用	-111	-130	-94	-36	-26	-15	应付款项	1,164	1,140	1,018	943	1,020	1,089
%销售收入	2.1%	2.8%	1.8%	0.9%	0.5%	0.3%	其他流动负债	188	134	160	148	168	177
资产减值损失	-24	-119	-66	-8	-2	-1	流动负债	2,804	2,766	2,074	1,798	1,760	1,665
公允价值变动收益	2	0	5	0	0	0	长期贷款	183	150	30	30	30	31
投资收益	36	64	483	240	171	155	其他长期负债	25	27	21	13	13	13
%税前利润	51.7%	-50.1%	179.0%	63.3%	44.3%	35.4%	负债	3,012	2,943	2,125	1,842	1,804	1,710
营业利润	39	-229	250	359	364	415	普通股股东权益	1,823	1,545	2,053	2,349	2,651	2,997
营业利润率	0.8%	n.a	4.7%	9.0%	7.5%	7.6%	少数股东权益	144	140	100	117	134	151
营业外收支	31	100	20	20	22	23	负债股东权益合计	4,979	4,628	4,278	4,308	4,589	4,858
税前利润	70	-128	270	379	386	438	比率分析						
利润率	1.3%	n.a	5.1%	9.5%	7.9%	8.1%	每股指标						
所得税	-17	-21	-38	-57	-58	-66	每股收益	0.044	-0.191	0.233	0.334	0.340	0.389
所得税率	24.8%	n.a	14.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.191	1.880	2.246	2.570	2.900	3.279
净利润	53	-150	232	322	328	373	每股经营现金净流	0.251	0.097	0.036	-0.125	0.057	0.136
少数股东损益	16	7	19	17	17	17	每股股利	0.010	0.000	0.030	0.010	0.010	0.010
归属于母公司的净利润	36	-157	213	305	311	355	回报率						
净利率	0.7%	n.a	4.0%	7.7%	6.4%	6.5%	净资产收益率	1.99%	-10.17%	10.37%	13.00%	11.72%	11.85%
							总资产收益率	0.73%	-3.39%	4.98%	7.09%	6.77%	7.31%
							投入资本收益率	2.84%	-1.52%	-2.19%	4.32%	5.54%	6.54%
							增长率						
							主营业务收入增长率	4.42%	-9.62%	12.00%	-24.54%	22.31%	11.60%
							EBIT 增长率	27.68%	-131.88%	81.03%	-307.54%	35.47%	24.76%
							净利润增长率	N/A	N/A	N/A	43.44%	1.77%	14.28%
							总资产增长率	2.14%	-7.05%	-7.56%	0.69%	6.53%	5.86%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	74.2	77.2	49.4	71.2	70.1	69.4
							存货周转天数	61.3	65.3	53.0	61.7	54.3	54.1
							应付账款周转天数	67.5	71.6	60.1	75.8	67.2	64.7
							固定资产周转天数	19.7	16.4	7.0	6.9	4.4	2.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	43.30%	50.52%	-0.70%	-4.29%	-10.66%	-17.67%
							EBIT 利息保障倍数	1.2	-0.3	-0.8	4.5	8.4	18.9
							资产负债率	60.50%	63.60%	49.68%	42.75%	39.32%	35.20%

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

历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

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