

中国：软件

2016 年 12 月 11 日

投资建议：

买入 (初次报告)

目标价隐含涨/跌幅：**33.7%**

日期 **2016/12/07**

收盘价	RMB29.16
十二个月目标价	RMB39.00
前次目标价	RMBN.A.
深圳 A 股指数	2,187.0

信息更新：

- ▶ 首次纳入研究范围，给予买入评级，目标价人民币 39 元，隐含 61 倍 2017 年预期市盈率。
- ▶ 本中心预计 2016/17/18 年每股收益同比增长 17.8%/63.9%/37.9%，主要受人工智能（AI）发展驱动。

本中心观点：

- ▶ 科大讯飞拥有最先进的语音识别技术，我们认为该技术将成为实现 AI 应用的主要方式。
- ▶ 公司研发力强大，使其成为理想的 AI 投资标的。

公司简介：科大讯飞专业从事语音智能及人工智能技术的研发，并开发了芯片产品、语音信息软件及电子政务系统集成软件。

股价相对深圳 A 股指数表现



市值	RMB37,267.5 百万元
六个月平均日成交量	RMB539.9 百万元
总股本股数 (百万股)	1,294.2
流通 A 股股数比例	89.9%
自由流通股数比例	68.0%
大股东：持股比率	中国移动通信有限公司, 13.8%
净负债比率	(22.6%)
每股净值 (2016F)	RMB5.19
市净率 (2016F)	5.62 倍

简明损益表(RMB 百万元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	2,501	3,272	4,713	7,156
营业利润 **	259	269	681	1,039
税后净利润 *	425	504	826	1,139
每股收益(元)	0.33	0.39	0.64	0.88
每股收益年增长率 (%)	(30.0)	17.8	63.9	37.9
每股股利(元)	0.10	0.12	0.19	0.27
市盈率 (倍)	88.2	74.9	45.7	33.1
股利收益率(%)	0.3	0.4	0.7	0.9
净资产收益率 (%)	6.8	7.5	11.1	13.5

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：

元大研究部

+86 21 6187 3832

research@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

朱家杰 CFA

+852 3969 9521

peter.kk.chu@yuanta.com

张凯钧

+86 21 6187 3864

Kai-Chun@yuanta.com

科大讯飞 (002230 CH)

盈利模式清晰的人工智能龙头

科大讯飞是中国及全球顶尖的语音识别公司。凭借持续的研发投入（占 2012-15 年营收的 23-29%），公司在中国语音识别市场已占据主导地位，根据 SIAC 数据显示，其当前市场份额达 44%。我们看好公司未来发展前景，系因公司 1) 拥有强大的研发能力；2) 将受益于中国人工智能（AI）行业的发展；以及 3) 为企业客户及个人消费者提供多样化的产品组合。

公司自主研发了最先进的语音识别技术：科大讯飞由几位语音学家创立，国内市占率接近 50%。公司在多项中英文语音识别大赛中获胜，击败全球同业（如 Nuance 及 Microsoft）。在中文语音识别技术方面，百度是科大讯飞最大的竞争对手，其市场份额较科大讯飞低 16%，显示出科大讯飞领先的语音识别能力以及其在中国市场的知名度。

受益于中国 AI 的发展：语音识别是 AI 的一个重要领域，并在人机界面中扮演着关键角色。随着中国 AI 行业的蓬勃发展（2015-20 年预期年复合增长率达 50%），科大讯飞作为中国顶尖语音技术先锋，正处于 AI 发展的核心地位。

产品组合多样化：为了使语音技术实现商用，科大讯飞已渗透到教育，汽车，政府政务等多个垂直市场。公司的教育产品被 15 个省份超过 8,000 万师生使用。汽车电子业务方面，公司已经和 30 多家车企合作，共同研发车载智能语音系统。另外，公司还拓展到 B2C 产品领域以扩大客户群。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。本报告为摘要版；请联系本中心取得原始英文版。

首次纳入研究范围，给予买入评级

我们首次将科大讯飞纳入研究范围，并给予买入评级。本中心十二个月目标价为人民币 39 元，对应 2017 年预期市盈率 61 倍。我们看好科大讯飞的发展前景，系因公司 1) 研发能力突出；2) 已制定了成功的商业化战略；以及 3) 已切入 AI 领域。

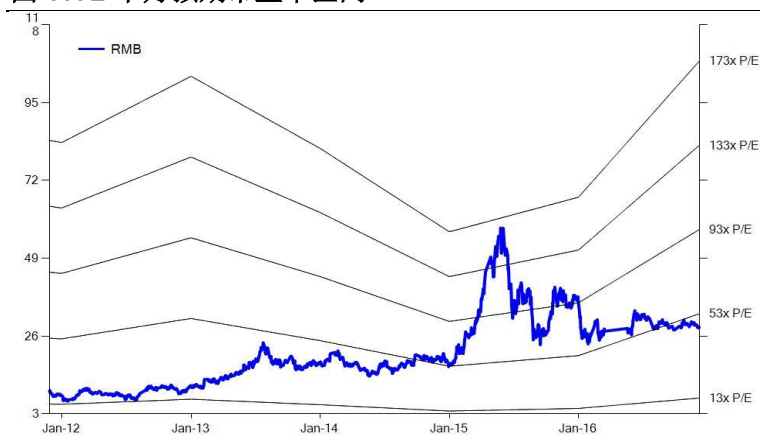
投资风险

- ▶ 产品商用进程慢于预期
- ▶ 研发及产品推广费用高于预期
- ▶ 意料外的市场低迷

估值

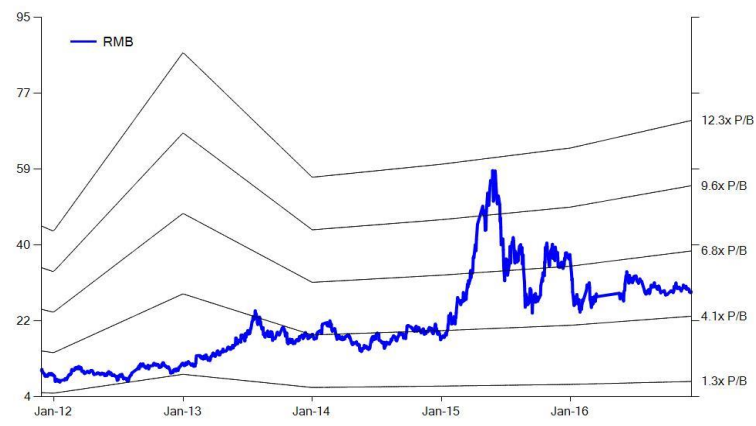
本中心采用市盈率对增长比（PEG）来评估公司股价。公司当前股价对应 2017 年预期 PEG1.19 倍，低于本地同业市场预期均值 1.56 倍。鉴于公司领先的语音技术以及中国 AI 行业的良好前景（2015-20 年预期年复合增速达 50%），我们认为公司价值被低估。另外，本中心 2017-18 年每股收益年复合增速预估（38%）也略高于本地同业市场一致预期（均值为 35%）。因此，本中心目标 PEG 为 1.6 倍，以反映公司内在价值，隐含目标价人民币 39 元及 2017 年预期市盈率 61 倍。科大讯飞股价具有 33.7% 的上涨空间。

图 1:12 个月预期市盈率区间



资料来源：公司资料，元大

图 2:12 个月预期市净率区间



资料来源：公司资料，元大

AI 促使语音技术蓬勃发展

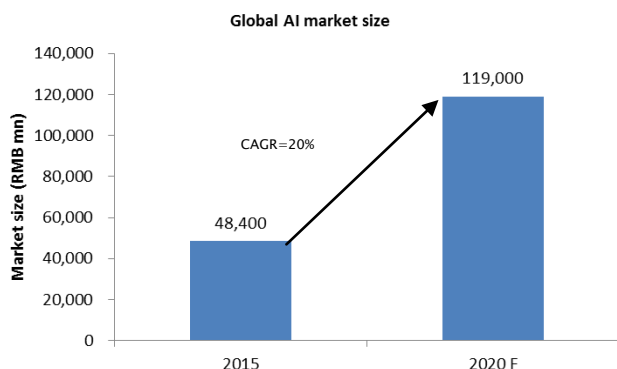
由于并行计算、大数据、深度学习等应用的出现，AI 近年来才取得了有意义的进展

语音技术包括语音和语义识别技术，是自然语言处理（NLP）技术的一部分，而 NLP 是 AI 的主要分支之一。其他 AI 技术包括计算机视觉（图像识别），知识表达，自动推理（计划和决策），机器学习和机器人。AI 早在 1956 年已被引入，但由于并行计算、大数据、深度学习等应用的出现，近年来才取得了有意义的进展。

全球 AI 市场成长迅速，而中国扮演着重要角色

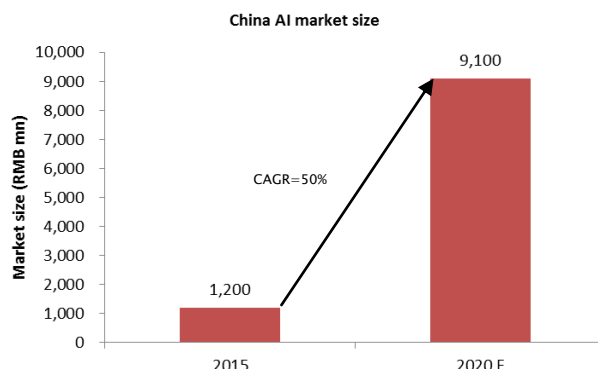
根据 iResearch 及 BBC 预测，2020 年全球 AI 市场规模将达到人民币 1,190 亿元，对应 2015–20 年年复合增速为 20%，而中国 AI 市场增速将更高，至 2020 年将占全球市场总规模的 7.6%（参见图 3–4）。IDC 预计 2020 年全球 AI 市场规模将达 470 亿美元，为 BBC 预计的 2.6 倍，主要基于认知系统及 AI，对应 2015–20 年年复合增速 56%。

图 3:2020 年全球 AI 市场有望增长至人民币 1,190 亿元...



资料来源: BBC, 元大

图 4: ...但中国 AI 市场增速或将更高，年复合增长率达 50%

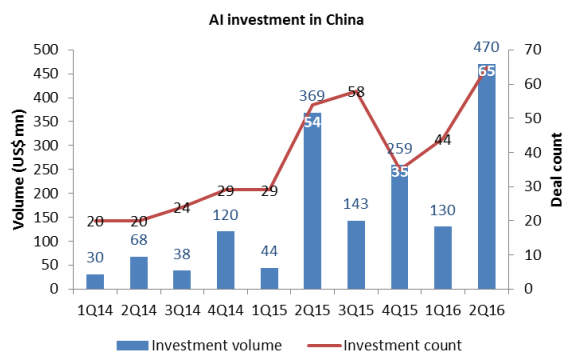


资料来源: iResearch, 元大

根据乌镇智库的数据，中国 AI 投资正在加速，近年来已成为最热的投资主题

中国是积极的 AI 投资者。根据乌镇智库的数据，中国 AI 投资正在加速，近年来已成为最热的投资主题，2016 年 2 季度成交额创新高达 4.7 亿美元，交易数量为 65 笔（参见图 5）。这类投资的加速增长可归结于消费者希望拥有更加智能的设备及更方便的生活方式，进一步刺激企业投资。

图 5: 中国 AI 投资猛增，2016 年 2 季度创出新高



资料来源: 乌镇智库, 元大

语音技术的最终目标是使机器理解人类的想法

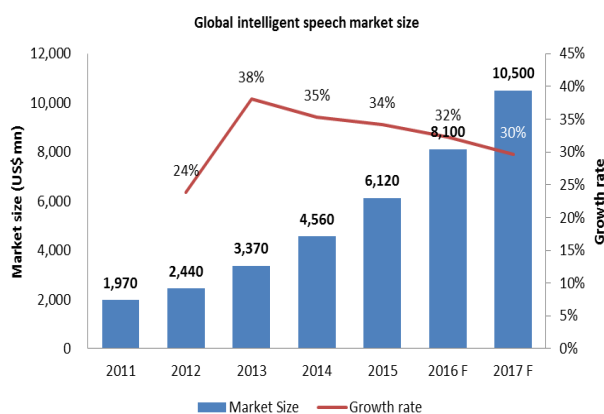
语音识别是 AI 领域的主要技术之一

在 AI 领域，语音识别比其他技术更重要，占国内 AI 技术的 60%。语音技术主要包括语音合成和语音识别技术，还包括口语评估、语音编码、音色转换、减噪及语音增强等细分领域。语音技术的最终目标是使机器理解人类的想法。多家全球互联网巨头已意识到语音技术的重要性，因为这可能是人/机界面的主要接入口，因此他们设立内部研究团队，致力于向用户普及语音技术。然而，这些企业间的竞争并不明显，因为这些语音应用大多数是封闭的，仅限于某种设备使用（例如 iPhone 的 Siri）。

语音识别市场规模随 AI 市场共同加速扩张

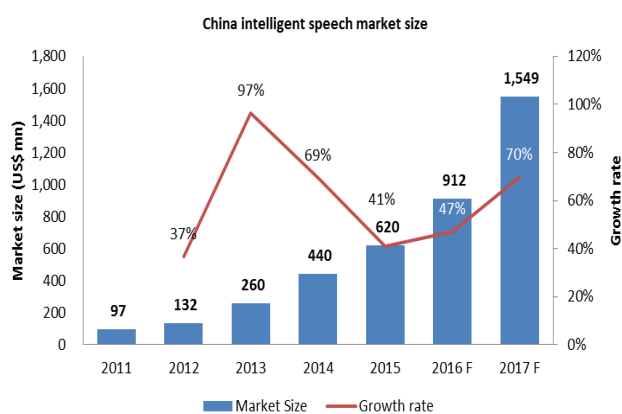
据 SIAC 预计，2017 年全球智能语音市场规模将达 105 亿美元，2011-17 年年复合增长率为 32%（参见图 6）。同时，中国市场迅猛增长。2017 年中国智能语音市场预计将达 15.49 亿美元，占全球市场的 15%（参见图 7）。中国市场增速远高于全球市场，2011-17 年年复合增长率将达 59%，而全球市场为 32%。我们认为，科大讯飞作为行业领导者，将最大程度地受益于市场扩张。

图 6：全球语音识别市场规模是中国的 6 倍...



资料来源：SIAC，元大

图 7：...但中国正稳步赶超



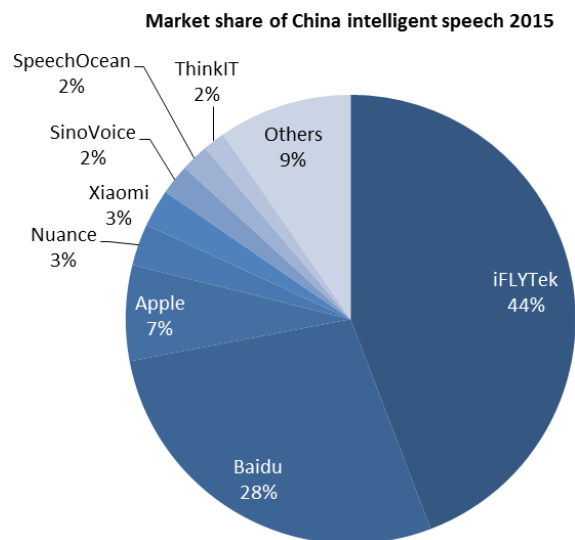
资料来源：SIAC，元大

科大讯飞引领中国语音技术的发展

科大讯飞是全球领先的语音识别企业。根据 SIAC 的数据，公司在中国/全球市场的占有率为 44%/5%（参见图 8-9），在某些行业例如电信、金融及运输行业，公司的市场份额甚至超过 80%。近年来，公司已确立明显的竞争优势，在中文语音识别方面保持领导地位，主要由于中文的复杂性使国外公司面临先天障碍，难以超越本土同业。因此，即使是领先的互联网巨头例如 Microsoft 或 Google，也无法在中文识别技术上与科大讯飞匹敌，尽管他们掌握最先进的语音技术。另外，科大讯飞比国内竞争对手更早地切入语音技术领域，这是公司占据大部分市场份额的另一大原因。

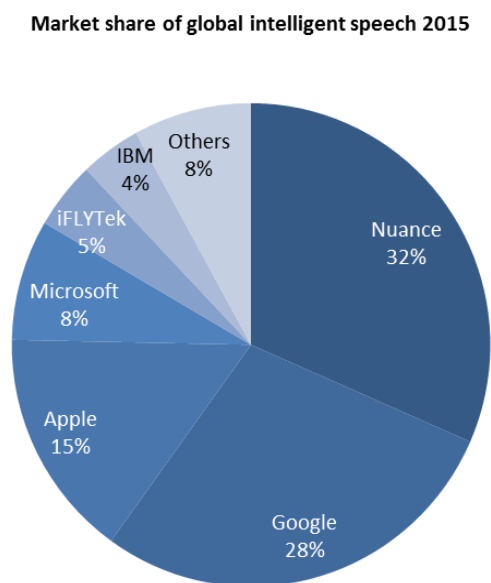
科大讯飞是由十几位 90 年代毕业于中国科学技术大学的顶尖语音学家创立的，此后一直专注于语音技术和衍生产品的开发。公司在该领域的发展历程比市场上其他竞争对手都长。另外，持续的研发投入帮助公司保持领先地位。公司十分重视科研，因此相关费用居高不下。2012-15 年，平均研发成本占总营收的 27.5%，我们预计由于公司希望在语音技术上立于不败之地，未来研发成本将维持在这一水平。

图 8：科大讯飞主导中国语音市场...



资料来源：SIAC，元大

图 9：...2015 年全球排名第五位



资料来源：SIAC，元大

尽管竞争激烈，科大讯飞仍有望处于领先地位，主要因公司拥有先进的语音技术（甚至优于百度），庞大的B2B客户群（国内最大）并发展B2C新业务

国内竞争激烈，但公司能维持领先地位

以市场份额衡量，科大讯飞远超竞争对手，因为公司通过将技术授权给不同的垂直市场（例如智能设备、教育设备、汽车信息设备等），积累了庞大的客户群。早在互联网巨头进军语音市场之前，科大讯飞凭借 B2B/B2B2C 的业务模式巩固其市场地位，但互联网巨头利用在 B2C 市场的优势（积聚了最大的用户群）取得亮眼的成绩。借助搜索引擎，百度成为主要受益者，并迅速蹿升为语音市场的第二大业者。但我们认为，百度对语音技术的发展方式不同于科大讯飞，因此对后者的威胁有限。目前百度将语音技术应用于内部产品（无人驾驶汽车、百度输入法、百度地图等），而无计划将其技术授权给外部垂直市场（除了面向开发者的免费技术平台 - 百度开放平台）。同时，为应对竞争，科大讯飞打入更多垂直/应用情境，并发展消费者业务，以扩大用户群。尽管竞争激烈，科大讯飞仍有望处于领先地位，主要因公司拥有先进的语音技术（甚至优于百度），庞大的 B2B 客户群（国内最大）并发展 B2C 新业务。

行业应用范围扩大，满足企业和个人消费者的多元需求

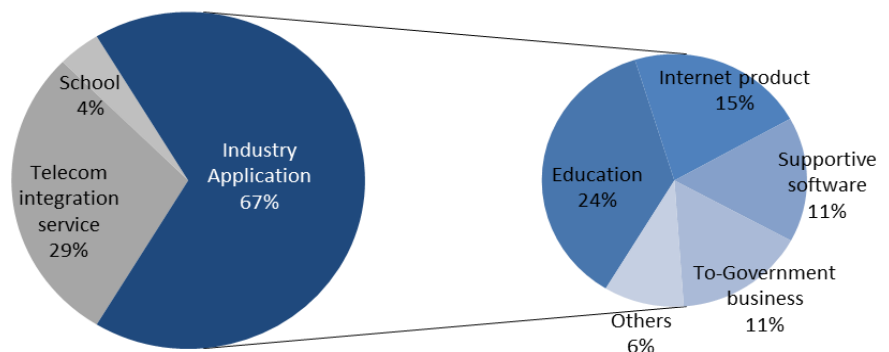
公司扩大用户群，以应对来自互联网巨头的威胁

科大讯飞全力以赴，使其一流的语音技术实现商用。之前，公司侧重于 B2B 市场，力图成为消费公司重要的应用软件供应商，复制英特尔留给公众的“Intel inside”品牌形象，打造“iFLYTEK inside”。然而，当 B2B 业务模式开始制约公司扩张时，科大讯飞实施多元化策略，切入更广阔的企业和个人消费市场，这与 Nuance 的发展路径相同。

通过 B2B 和 B2C 业务模式并行，科大讯飞正变身为更全面的解决方案供应商。2016 年上半年半年报披露了公司的重组策略，将行业应用重分类为 1) 教育；2) 互联网产品；3) 支撑软件；及 4) 政府业务（参见图 10），其中教育是公司最稳定的现金流来源，而高利润率的支撑软件（尤其是人机互动产品和解决方案）代表未来发展方向。行业应用占总营收的 67%，其余 33% 来自传统电信集成服务和学校管理收入。

图 10：行业应用占总营收的 67%，四大主要业务占行业应用的 94%

iFLYTEK 1H16 revenue breakdown



行业应用占总营收的 67%，
四大主要业务占行业应用的 94%

资料来源：Wind，元大

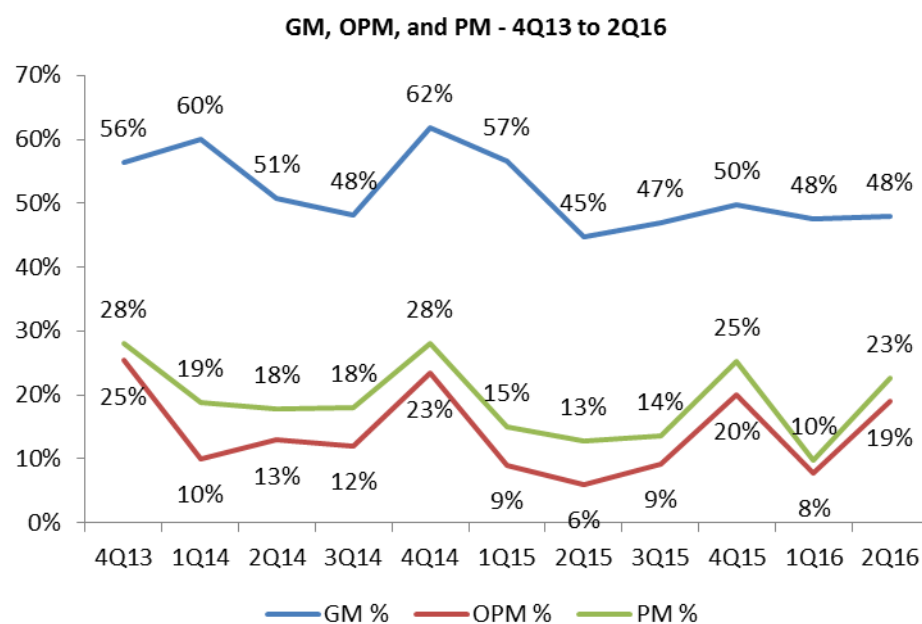
应用范围扩大带动营收持续增长

得益于中国 AI 及智能语音市场的发展，2012-15 年公司年复合增长率为 47%。同时，公司产品组合更加多元化。2013 年教育应用产品占产品组合的 32%，2016 年上半年该比重降至 25%。与之相对，面向政府和消费者的产品，汽车电子和消费者服务解决方案成为新的营收来源。多元化策略是公司试图使其技术在更多行业应用上实现商业化所做的努力，覆盖更多应用情境和范围。

助力长期发展的新业务对盈利能力产生一定影响

为更好地控制数据流入，公司进入更广阔的企业和个人消费市场，允许毛利率出现一定下滑。公司季度毛利率从 2013 年 4 季度的 56% 降至 2016 年 2 季度的 48%，同期营业利润率和净利润从 25%/28% 降至 19%/23%（参见图 11）。过去几年净利润增速慢于营收，尤其是在 2015-16 年，主要因公司推出多款实验性 B2C 产品（例如叮咚智能音箱），加上部分高利润率产品业绩贡献仍较低。例如 2016 年上半年应用于汽车和消费者服务的智能软件分别占总营收的 6%/5%，而其毛利率分别为 77%/82%。另外，最大的营收来源教育应用产品毛利率也有所收窄，原因是公司进入消费市场，使该业务毛利率从 2014 年的高点 49% 小幅降至 2016 年上半年的 42%。公司希望深耕消费市场，扩大用户群，使公众了解语音识别技术，提高该技术的普及度和使用率。公司主要的消费者产品之一是讯飞输入法，截至 2016 年 11 月总用户达 4 亿，其中 1.1 亿为月活跃用户。讯飞输入法在中文移动输入应用程序中排名第二。尽管语音输入效果优异，今年上半年该产品仅贡献人民币 300 万元，占总营收的 0.2%。但我们并未将这一产品视为重要的收入来源，而视之为可嵌入其他 AI 应用的综合软件（如同 AIUI）。

图 11：推出更多 B2C 产品使利润率承压



资料来源：Wind，元大

盈利回顾及展望

2016 年 3 季度回顾

2016 年前九个月营收及归属于普通股股东的净利润为人民币 21.41 亿元/2.78 亿元，分别同比增长 28%/25%，增速不及 2016 年上半年（分别为 41%/76%），3 季度归属于普通股股东的净利润为人民币 2,200 万元，同比下滑 72%。净利润增速下滑主要由营销费用增加所致，营业利润率下滑即反映了这一点，2016 年 3 季度为-0.3%，而 2016 年 2 季度/前四个季度均值为 19%/14%。但我们认为盈利下行趋势只是暂时的，因为公司需要加大投资以领先其他竞争对手，扩大市场份额。鉴于 AI 行业正由感知智能阶段发展到认知智能阶段，加上公司的发展规划清晰稳妥，我们仍对公司的发展前景持乐观态度。

2017/18 年展望

我们预计公司将保持巨额研发投入，以强化核心技术。同时，受益于用户体验改善及行业应用增加，公司营收将持续增长。因此，我们预计 2017/18 年营收将达人民币 47.13 亿元/71.56 亿元，同比增长 44%/52%，研发费用占总营收比重将从 2015 年的 23.1%升至 26%/27%。在公司所有服务及产品中，我们预计教育类产品在产品组合中的比重将略有下滑，从 2016 年的 27%降至 2018 年的 25%，体现公司的多元化经营策略。我们还计入教育产品销货成本增加（2016/17/18 年占营收比重为 59%/61%/63%），系因公司开展更多针对消费者的推广活动。另一方面，我们预计互联网产品（B2C）的营收占比将维持在 13%左右，因为这些产品是新事物，消费者需要时间来接受新产品。同时，高利润率的支撑软件所占比重将逐步从 2016 年的 10%提升至 2018 年的 13%，主要因不同的智能设备将采用越来越多的语音技术以提升用户体验。我们认为中国的年轻一代以及 AI 产业的蓬勃发展将带动支撑软件的增长。

根据本中心预估，公司 2017/18 年每股收益增速将分别为 63.9%/37.9%，尽管 2016 年 3 季度净利润表现不佳。总而言之，中国欣欣向荣的 AI 产业以及语音市场将保障公司的增长动能。随着科大讯飞持续增加研发投入，我们认为公司仍将领先同业，B2B 和 B2C 业务也将逐步实现商用。

资产负债表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
现金与短期投资	1,067	2,645	2,383	2,969	3,729
存货	181	313	341	586	782
应收帐款及票据	1,206	1,447	2,049	3,013	4,711
其他流动资产	111	362	362	362	362
流动资产	2,565	4,767	5,135	6,931	9,584
长期投资	167	513	671	876	1,113
固定资产	767	1,056	2,138	2,508	2,910
什项资产	1,672	2,054	1,886	1,742	1,616
其他资产	2,605	3,623	4,695	5,127	5,639
资产总额	5,170	8,390	9,830	12,058	15,223
应付帐款及票据	604	769	1,045	1,504	2,225
短期借款	9	222	296	391	519
什项负债	463	610	671	738	812
流动负债	1,076	1,601	2,013	2,634	3,556
长期借款	0	37	508	1,186	2,214
其他负债及准备	193	229	337	515	782
长期负债	193	266	844	1,701	2,996
负债总额	1,268	1,867	2,857	4,335	6,552
股本	803	1,287	1,294	1,294	1,294
资本公积	1,938	3,711	3,794	3,902	4,001
保留盈余	966	1,270	1,629	2,271	3,120
换算调整数	0	0	0	0	0
额归属母公司之权益	3,707	6,268	6,718	7,468	8,415
少数股权	195	255	255	255	255
股东权益总额	3,901	6,523	6,973	7,723	8,671
资料来源：公司资料、元大					

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期净利润	388	437	488	795	1,098
折旧及摊提	192	266	265	338	369
本期营运资金变动	(208)	(312)	(292)	(683)	(1,099)
其他营业资产	48	126	0	0	0
营运活动之现金流量	420	516	460	450	368
资本支出	(580)	(890)	(1,178)	(566)	(644)
本期长期投资变动	(111)	(346)	(158)	(205)	(237)
其他资产变动	(427)	(120)	0	0	0
投资活动之现金流量	(1,118)	(1,357)	(1,336)	(771)	(881)
股本变动	124	2,307	91	107	99
本期负债变动	(1)	250	544	773	1,156
其他调整数	(113)	(138)	(21)	26	17
融资活动之现金流量	10	2,419	614	906	1,272
本期产生现金流量	(688)	1,578	(261)	586	759
自由现金流量	(698)	(841)	(876)	(320)	(513)
资料来源：公司资料、元大					

损益表					
年初至 12 月 (RMB 百万元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
营业收入	1,775	2,501	3,272	4,713	7,156
销货成本	(788)	(1,278)	(1,681)	(2,350)	(3,420)
营业毛利	988	1,223	1,591	2,363	3,735
营业费用	(721)	(964)	(1,323)	(1,682)	(2,696)
营业利润	267	259	269	681	1,039
利息收入	42	38	55	86	86
利息费用	0	0	0	0	0
利息收入净额	42	38	55	86	86
投资利益(损失)净额	13	39	145	42	42
其他业外收入(支出)净额	112	128	92	131	131
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	434	465	560	941	1,298
所得税费用	(45)	(28)	(73)	(146)	(200)
少数股权净利	(9)	(11)	16	31	41
归属母公司之净利	379	425	504	826	1,139
税前息前折旧摊销前净利	459	525	533	1,020	1,408
每股收益 (RMB)	0.47	0.33	0.39	0.64	0.88
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.47	0.33	0.39	0.64	0.880
资料来源：公司资料、元大					

主要财务报表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成长率 (%)					
营业收入	41.6	40.9	30.8	44.1	51.8
营业利润	28.8	(2.9)	3.6	153.7	52.5
税前息前折旧摊销前净	35.9	14.4	1.6	91.2	38.1
税后净利润	36.0	12.1	18.5	63.9	37.9
每股收益	(20.65)	(30.05)	17.83	63.86	37.91
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	55.6	48.9	48.6	50.1	52.2
营业利润率	15.0	10.4	8.2	14.5	14.5
税前息前 折旧摊销前净利率	25.8	21.0	16.3	21.6	19.7
税后净利率	21.4	17.0	15.4	17.5	15.9
资产报酬率	8.2	6.4	5.4	7.3	8.1
净资产收益率	10.2	6.8	7.5	11.1	13.5
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	0.2	4.0	11.5	20.4	31.5
净负债比率(%)	(27.1)	(36.6)	(22.6)	(18.0)	(11.5)
利息保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
利息及短期债	48.2	2.1	1.9	2.4	2.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	46.7	2.3	1.6	1.2	0.7
流动比率 (倍)	2.4	3.0	2.6	2.6	2.7
速动比率 (倍)	2.2	2.8	2.4	2.4	2.5
净负债 (RMB 百万元)	(1,058)	(2,385)	(1,579)	(1,392)	(995)
每股净值 (RMB)	4.62	4.87	5.19	5.77	6.50
评价指标 (倍)					
市盈率	61.7	88.2	74.9	45.7	33.1
股价自由现金流量比	(33.5)	(44.6)	(43.1)	(117.8)	(73.6)
市净率	6.3	6.0	5.6	5.1	4.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	51.0	71.5	70.8	37.0	26.8
股价营收比	13.2	15.0	11.5	8.0	5.3
资料来源：公司资料、元大					

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容之分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

科大讯飞 (002230 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2016/12/11	28.52	39.00	39.00	买入	元大研究部

资料来源：Bloomberg，元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于A、B或C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	161	33%
持有-超越同业	114	23%
持有-落后同业	38	8%
卖出	6	1%
评估中	169	34%
限制评级	4	1%
总计：	492	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2016 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼