

评级: 增持 首次评级

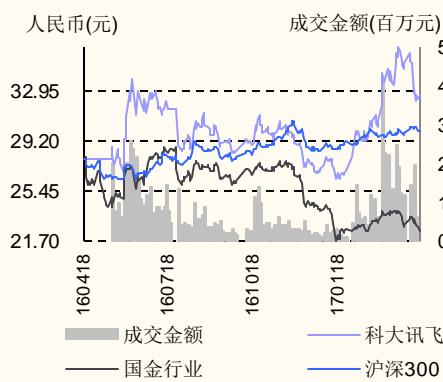
公司深度研究

 市场价格(人民币): 32.71元
 目标价格(人民币): 38.00-40.00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) | 1,160.39 |
| 总市值(百万元) | 42,924.00 |
| 年内股价最高最低(元) | 36.28/26.38 |
| 沪深300指数 | 3479.94 |
| 深证成指 | 10450.86 |



公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.321 | 0.365 | 0.464 | 0.703 | 1.042 |
| 每股净资产(元) | 4.725 | 5.323 | 5.664 | 6.212 | 7.045 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.402 | 0.228 | -0.099 | 0.699 | 0.197 |
| 市盈率(倍) | 101.59 | 89.18 | 70.21 | 46.35 | 31.27 |
| 行业优化市盈率(倍) | 88.55 | 122.40 | 88.71 | 64.71 | 43.71 |
| 净利润增长率(%) | 12.38% | 13.79% | 27.03% | 51.48% | 48.21% |
| 净资产收益率(%) | 10.24% | 6.79% | 6.86% | 8.19% | 11.31% |
| 总股本(百万股) | 1286.63 | 1315.48 | 1315.48 | 1315.48 | 1315.48 |

来源:公司年报、国金证券研究所

 钱路丰 联系人
 qianlufeng@gjzq.com.cn

 周德生 分析师SAC执业编号:S1130516110001
 (8621)60935535
 zhoudesheng@gjzq.com.cn

别为 70/46/31 倍。考虑到公司 17 年 2C 端个性化教学业务开始商业化，以及公司人工智能技术研究与产品布局领域的优势，给予公司“增持”评级。

风险

- 智学网商业化不达预期；人工智能产品研发进展不达预期。

内容目录

| | |
|--|---|
| 一、科大讯飞：聚焦教育与人工智能两大业务板块 | 4 |
| 二、教育：体制内切入打造国内最大的个性化教育平台，17 年智学网商业化有望加速推进。 | 5 |
| 三、人工智能浪潮已经来临，公司从技术、产品到市场均处于第一梯队，有望成为新 IT 巨头。 | 7 |
| 盈利预测与估值 | 8 |
| 盈利预测 | 8 |
| 估值 | 8 |
| 风险提示 | 9 |

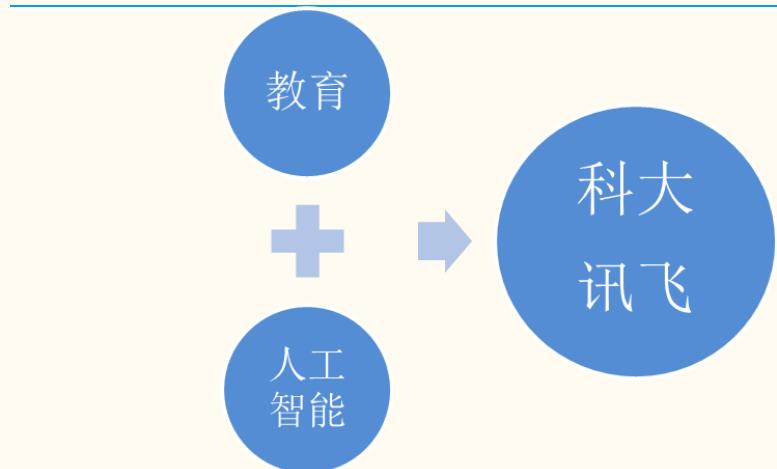
图表目录

| | |
|------------------------------|---|
| 图表 1：公司聚焦教育与人工智能两大业务板块 | 4 |
| 图表 2：公司历年收入规模与增长情况 | 4 |
| 图表 3：公司历年净利润规模与增长情况 | 4 |
| 图表 4：公司股权结构明晰 | 5 |
| 图表 5：公司教育业务布局 | 6 |
| 图表 6：智学网 | 6 |
| 图表 7：智学网 | 7 |
| 图表 8：讯飞超脑应用领域 | 8 |

一、科大讯飞：聚焦教育与人工智能两大业务板块

- 科大讯飞成立于 1999 年，是一家专业从事智能语音及语言技术研究、软件及芯片产品开发、语音信息服务及电子政务系统集成的国家级骨干软件企业，其语音识别与合成技术代表了世界最高水平，同时在人工智能技术领域也有深厚积累。目前公司占有中文语音技术市场 60%份额以上，语音合成 70%份额，此外在教育信息化领域市占率也排名第一。
- 公司未来业务布局主要聚焦教育与人工智能，教育业务依托教育信息化占领的学生考评数据，再整合资源向 2C 端学生提供个性化教学服务；人工智能方面，公司从前沿技术研究到各应用布局均处国内第一梯队，随着智能化浪潮继续推进公司未来发展空间可期。

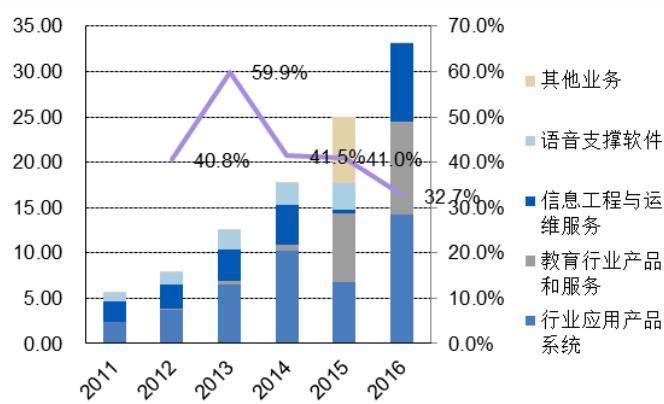
图表 1：公司聚焦教育与人工智能两大业务板块



来源：国金证券研究所

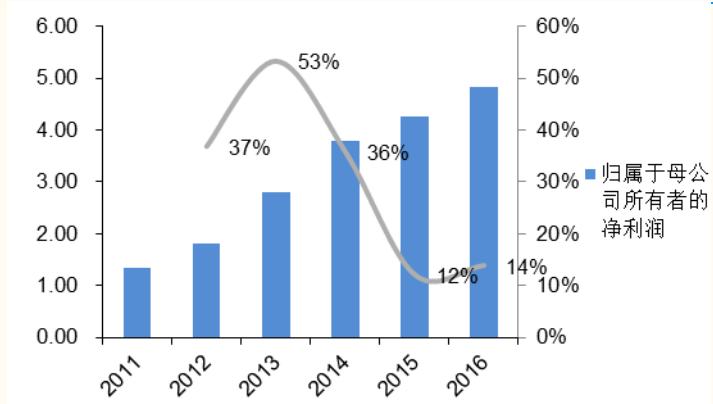
- 近几年公司收入维持 30%以上增长，增速下滑主要因为智学网 2C 端业务以及人工智能业务体量尚小，随着 17 年智学网 2C 端业务开始商业化以及未来人工智能业务快速增长，有望推动公司业绩快速增长。利润增速低于收入增速主要是因为 15 年开始公司重构营销体系导致销售费用大幅增长，此外智学网前期的投入也对净利润增长构成较大影响。
- 分业务来看，当前教育业务营收占比约 30%（15 年之前划在行业应用业务中），近几年保持 30%以上的增速增长，是未来公司重点业务。行业应用是当前公司主要收入来源，未来继续保持快速增长，业务主要包括互联网产品与增值运营、IFLYTEK-C3、支持软件及产品、大数据产品与服务。传统的信息工程与运维业务占总收入 25%，未来维持稳定。

图表 2：公司历年收入规模与增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

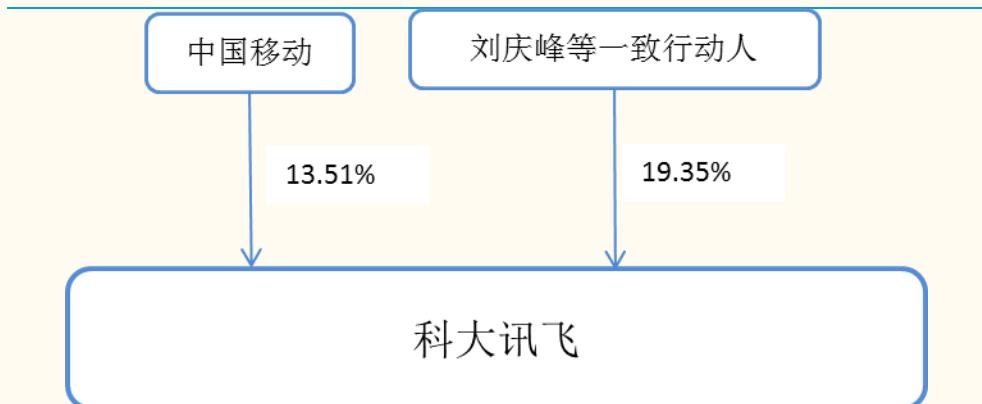
图表 3：公司历年净利润规模与增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- 业绩符合预期，营销体系建设投入影响利润增速。公司一季度利润增速低于收入增速，主要原因是公司 15 年开始重构营销体系，营销人员的扩充导致销售费用增长 50.9%，显著高于收入增速。公司预告中报业绩下滑 30-70%，主要是 2016 年同期公司收购安徽讯飞皆成信息科技有限公司导致非经常性损益增加 1.17 亿元，扣除此影响基本符合预期。全年来看收入有望保持 30%以上增长，扣非净利润维持稳定增长。
- **公司股权结构明晰。**16 年年报显示公司第一大股东中国移动占公司 13.51%，刘庆峰等一致行动人合计持有公司 19.35% 股权，为公司实际控制人。

图表 4：公司股权结构明晰



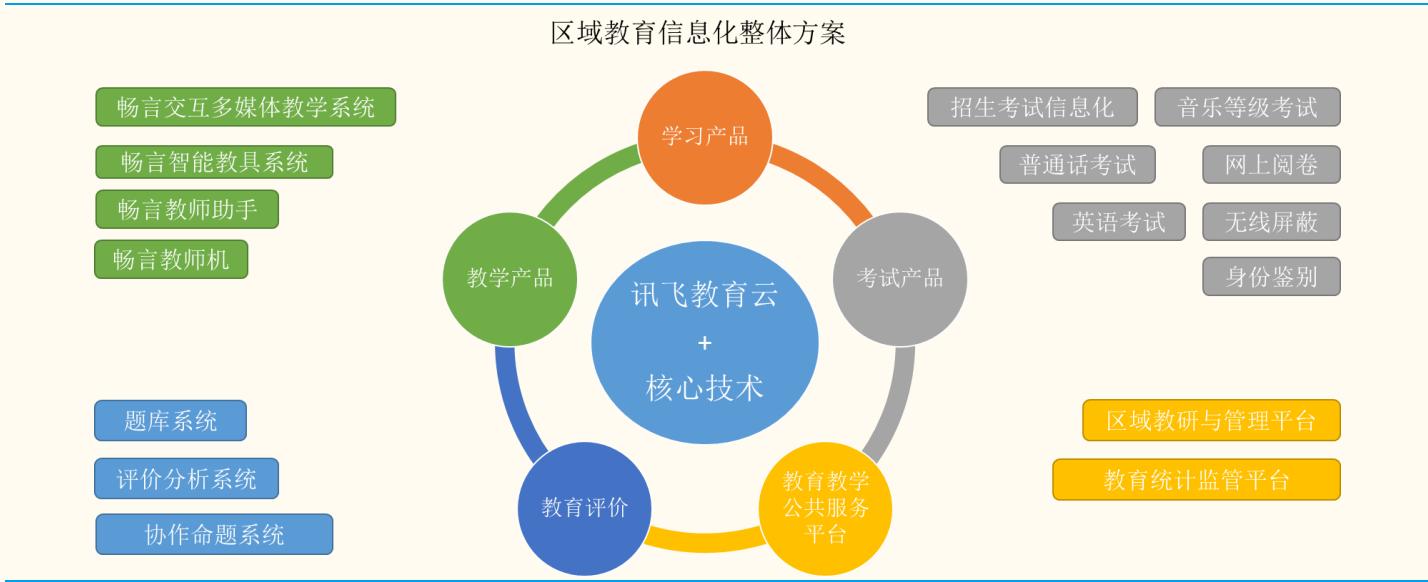
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司未来聚焦教育与人工智能业务。
- **体制内切入打造国内最大的个性化教育平台，17 年智学网商业化加速推进有望贡献可观业绩。**公司教育业务方面无论是省地市教育云教育业务还是校园教育信息化市场份额均列国内第一，通过教育信息化整体解决方案占领学生用户与考评数据，再整合在线教育内容资源为学生提供个性化教学服务；未来公司将一方面通过资本合作引入内容资源，另一方面通过合作分成模式与第三方内容厂商合作为学生提供优质学习资源，同时利用自身领先的人工智能技术为学生提供个性化教学服务。当前公司智学网已经占领 10000 所中学，1500 万名中学生，随着各学校常态化使用频率的提升，产品打磨逐渐成熟，公司 17 年重点进行智学网的商业化推广，有望贡献可观业绩。
- **人工智能浪潮已经来临，公司从技术、产品到市场均处于第一梯队，有望成为新 IT 巨头。**深度学习带来图像识别、语音识别以及语义理解技术上的重大突破，使得图像识别、智能客服、服务机器人以及深度咨询系统等应用能够开始商业化，智能化浪潮在技术突破以及资本的推动下已经来临。公司无论从语音识别与语义理解的技术积累上，还是前沿技术研究团队的规模与素质上，再到人脸识别、语音识别、语音交互以及考试机器人等深度咨询等产品布局上均处于国内第一梯队，随着人工智能浪潮继续推进公司有望成长为新 IT 巨头。

二、教育：体制内切入打造国内最大的个性化教育平台，17 年智学网商业化有望加速推进。

- 公司教育产品主要包括省地市教育云与学校“教学管评测”，无缝对接体制内各层面需求，服务整体教育体系，公司省地市教育云市占率预计超过 50%，校园信息化市占率预计超过 20% 均处国内第一。

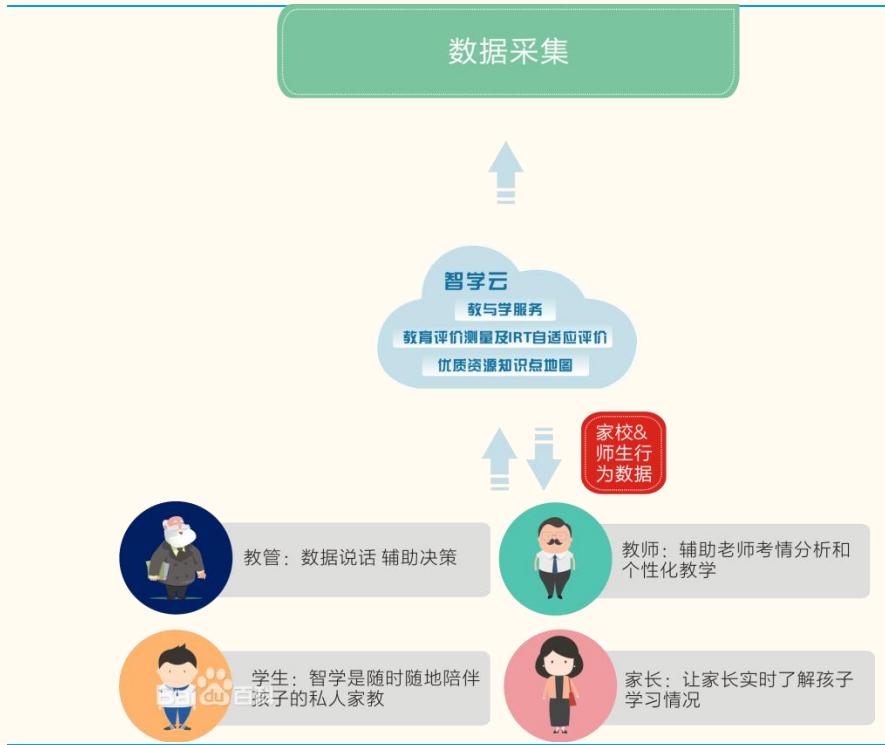
图表 5：公司教育业务布局



来源：公开资料，国金证券研究所

- 公司依托教育信息化较高的市占率，通过智学网服务学校的整个考评流程，对老师来说，试卷自动批改能够省时提效，考评数据统计分析能够提升教学针对性。对学校来说，整个智学网能够提高教学效率，提升教学效果，有利于学校教学水平的提升。对于学生来说，个性化的教学分析能够精准分析知识盲点，有针对性高效学习，达到提高学习成绩效果。智学网满足了老师、学校、学生以及家长各方诉求，有利于智学网使用粘性与频次的提升，能够有效占领学生考评数据，进而为其提供个性化教学增值服务。

图表 6：智学网



来源：公开资料，国金证券研究所

- 此前智学网的推广主要是地区学校地推，同时进行师生的培训与产品的打

磨，17年公司将重点推进智学网面向2C端学生增值服务的商业化，当前增值服务主要有对学生考评数据个性化分析服务（收取年服务费）以及名师视频课程的收入分成，随着商业化的推荐今年有望贡献可观业绩。

- 智学网当前已占领10000所中学，1500万学生，考虑到公司在教育信息化领域领先的市场份额，通过近几年的快速推，未来有望占领3000-4000万学生用户，以每位学生每年300元增值服务费计算，公司教育业务收入空间达100亿。

图表7：智学网



来源：公开资料，国金证券研究所

三、人工智能浪潮已经来临，公司从技术、产品到市场均处于第一梯队，有望成为新IT巨头。

- **前沿技术研究领先。**当前讯飞研究院人员规模超过2000人，在前沿技术研究领域公司无论从人员规模还是投入上均处于国内第一梯队。语音识别准确率达97%，2016年9月，首次参加由Google承办的第四届CHiME Challenge国际多通道语音分离和识别大赛就获取全部三项赛事的第一名。
- **人工智能技术方面，机器阅读理解效果是人工智能在自然语言理解和联想推理方面的研究水平的重要体现。**在全球竞争激烈的英文机器阅读理解任务上，首创性的提出新技术框架并取得最好测试效果，指标优于Google DeepMind、Facebook AI Lab、IBM Watson等团队。

图表 8：讯飞超脑应用领域



来源：公开资料，国金证券研究所

- 公司在人工应用领域布局无论是智能客服、个性化教学、智能交互以及深度咨询，均处国内第一梯队。
- **智能助手。**人工智能时代语言交互、计算机视觉以及大数据分析与预测是三大技术核心，我们认为触摸与鼠标适合图像界面下的人机交互，语音是人与人交流最自然的方式，更适合用于非标指令的输入。在智能时代用户对极致体验与生活舒适度要求的背景下，智能设备的语言交互将是标配，随着龙头厂商对第三方应用与服务的整合以及主流应用场景的优化，交互体验将大幅提升，助手类产品也将逐渐普及。公司家庭助手叮咚音响与手机助手无论从产品体验还是用户数上都是国内第一，叮咚音响出货量达几十万台，是第二至第十名出货量总和，在人工智能浪潮中牢牢占领了国内智能搜索入口。
- **智能客服。**公司电话端语音识别准确率先达到 85% 可用水平，使得公司电话版智能客服率先实现在联通、平安、移动等公司商用，我们认为随着系统性能的逐渐提升，17 年智能客户将开始快速普及。
- **辅助诊疗，**2015 年开始在科大讯飞组建智慧医疗团队，致力于将人工智能应用于医疗，目前在医疗影像、机器辅助诊断等方面都取得了较好的成果
- 随着智能化浪潮继续深化，以及公司产品打磨成熟，公司人工智能产品与服务有望快速渗透，未来成长空间巨大。

盈利预测与估值

盈利预测

- **关键假设：**1. 传统运维业务维持稳定；2. 教育信息化维持 30% 左右增长；

估值

- 我们预计 2017/2018/2019 年 EPS 分别为 0.46 /0.70 元/1.04 元，对应 PE 分别为 70/46/31 倍。考虑到公司 17 年 2C 端个性化教学业务开始商业化，以及公司人工智能技术研究与产品布局领域的优势，给予公司“增持”评级。

风险提示

- 智学网商业化不达预期；
- 人工智能产品研发进展不达预期

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) | | | | | | |
|----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|----------------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 主营业务收入 | 1775 | 2501 | 3320 | 4596 | 6409 | 9050 | 货币资金 | 889.4 | 2494.4 | 2207.6 | 1553.9 | 2189.2 | 2272.1 |
| 增长率 | 41.60% | 40.87% | 32.78% | 38.42% | 39.45% | 41.20% | 应收账款 | 1299.7 | 1595.8 | 2166.2 | 3262.4 | 4307.2 | 6379.3 |
| 主营业务成本 | 787.6 | 1278.0 | 1643.0 | 2154.6 | 2984.8 | 4139.4 | 存货 | 180.6 | 312.7 | 604.0 | 786.0 | 827.3 | 862.2 |
| %销售收入 | 44.37% | 51.10% | 49.48% | 46.88% | 46.57% | 45.74% | 其他流动资产 | 17.2 | 213.6 | 221.9 | 221.9 | 221.9 | 221.9 |
| 毛利 | 988 | 1223 | 1677 | 2441 | 3424 | 4910 | 流动资产 | 2386.9 | 4616.5 | 5199.7 | 5824.2 | 7545.7 | 9735.4 |
| %销售收入 | 55.63% | 48.90% | 50.52% | 53.12% | 53.43% | 54.26% | %总资产 | 48.41% | 56.75% | 52.28% | 55.86% | 62.60% | 69.55% |
| 营业税金及附加 | -25.2 | -22.7 | -30.2 | -41.8 | -58.4 | -82.4 | 长期投资 | 1442.6 | 2158.2 | 2817.3 | 2379.5 | 2256.0 | 2278.7 |
| %销售收入 | 1.42% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 0.91% | 固定资产 | 493.0 | 709.7 | 858.3 | 1059.7 | 1288.9 | 1220.6 |
| 营业费用 | -240.1 | -375.5 | -648.7 | -898.0 | -1153.7 | -1538.5 | %总资产 | 5.70% | 5.40% | 3.30% | 5.80% | 8.20% | 9.10% |
| %销售收入 | 13.52% | 15.01% | 19.54% | 19.54% | 18.00% | 17.00% | 无形资产 | 608.2 | 650.1 | 1070.7 | 1162.6 | 963.3 | 764.0 |
| 管理费用 | -455.5 | -565.3 | -729.5 | -1009.7 | -1408.0 | -1988.1 | 非流动资产 | 2543.8 | 3518.1 | 4746.3 | 4601.8 | 4508.2 | 4263.3 |
| %销售收入 | 25.66% | 22.61% | 21.97% | 21.97% | 21.97% | 21.97% | %总资产 | 51.59% | 43.25% | 47.72% | 44.14% | 37.40% | 30.45% |
| 息税前利润 (EBIT) | 391.1 | 425.5 | 525.9 | 726.9 | 1096.4 | 1632.5 | 资产总计 | 4930.7 | 8134.6 | 9946.0 | 10426.0 | 12053.9 | 13998.6 |
| %销售收入 | 22.03% | 17.01% | 15.84% | 15.82% | 17.11% | 18.04% | 短期借款 | 9.0 | 222.0 | 305.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 财务费用 | 41.8 | 37.8 | 33.7 | 12.8 | 20.7 | 28.8 | 应付款项 | 899.5 | 1195.5 | 1839.6 | 2158.5 | 3035.6 | 3839.9 |
| %销售收入 | 2.36% | 1.51% | 1.02% | 0.28% | 0.32% | 0.32% | 其他流动负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产减值损失 | -33.3 | -38.4 | -65.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动负债 | 908.5 | 1417.5 | 2145.5 | 2158.5 | 3035.6 | 3839.9 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 长期贷款 | 0.0 | 37.4 | 370.8 | 370.8 | 370.8 | 370.8 |
| 投资收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其他长期负债 | 120.8 | 156.4 | 210.9 | 210.9 | 210.9 | 210.9 |
| %税前利润 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 负债 | 1029.3 | 1611.4 | 2727.2 | 2740.2 | 3617.3 | 4421.6 |
| 营业利润 | 288 | 298 | 384 | 520 | 867 | 1361 | 普通股股东权益 | 3901.4 | 6523.2 | 7218.8 | 7685.7 | 8436.6 | 9577.0 |
| 营业利润率 | 16.23% | 11.91% | 11.56% | 11.31% | 13.53% | 15.04% | 少数股东权益 | 194.8 | 255.4 | 157.3 | 173.0 | 196.8 | 232.0 |
| 营业外收支 | 145.7 | 166.8 | 177.1 | 220.0 | 250.0 | 300.0 | 负债股东权益合计 | 4930.7 | 8134.6 | 9946.0 | 10426.0 | 12053.9 | 13998.6 |
| 税前利润 | 433.7 | 464.5 | 560.9 | 739.8 | 1117.2 | 1661.3 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 24.43% | 18.58% | 16.89% | 16.10% | 17.43% | 18.36% | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | |
| 所得税 | -45.3 | -28.0 | -64.1 | -108.7 | -161.3 | -244.5 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 10.44% | 6.02% | 11.43% | 14.70% | 14.44% | 14.72% | 每股收益 | 0.286 | 0.321 | 0.365 | 0.464 | 0.703 | 1.042 |
| 净利润 | 388.5 | 436.6 | 496.8 | 631.1 | 955.9 | 1416.8 | 每股净资产 | 2.794 | 4.725 | 5.323 | 5.664 | 6.212 | 7.045 |
| 少数股东损益 | -9.1 | -11.3 | -12.3 | -15.7 | -23.8 | -35.2 | 每股经营现金净流 | 0.524 | 0.402 | 0.228 | -0.099 | 0.699 | 0.197 |
| 归属于母公司的净利润 | 379 | 425 | 484 | 615 | 932 | 1382 | 每股股利 | 0.071 | 0.091 | 0.097 | 0.124 | 0.155 | 0.208 |
| 净利率 | 21.37% | 17.01% | 14.59% | 13.39% | 14.54% | 15.27% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 10.24% | 6.79% | 6.86% | 8.19% | 11.31% | 14.78% |
| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | 总资产收益率 | 7.93% | 5.23% | 5.29% | 6.97% | 9.10% | 11.66% |
| 净利润 | 388.5 | 436.6 | 496.8 | 631.1 | 955.9 | 1416.8 | 投入资本收益率 | 12.58% | 8.98% | 7.79% | 7.99% | 11.61% | 17.82% |
| 少数股东损益 | -9.1 | -11.3 | -12.3 | -15.7 | -23.8 | -35.2 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 191.8 | 265.6 | 314.1 | 412.6 | 448.6 | 459.9 | 主营业务收入增长率 | 41.60% | 40.87% | 32.78% | 38.42% | 39.45% | 41.20% |
| 非经营收益 | 145.7 | 166.8 | 177.1 | 220.0 | 250.0 | 300.0 | EBIT增长率 | 30.30% | 8.81% | 23.59% | 38.24% | 50.83% | 48.89% |
| 营运资金变动 | -4.6 | -7.3 | -320.9 | -938.6 | -210.5 | -1282.1 | 净利润增长率 | 39.52% | 12.38% | 13.79% | 27.03% | 51.48% | 48.21% |
| 经营活动现金净流 | 421 | 517 | 301 | -131 | 920 | 259 | 总资产增长率 | 17.40% | 64.98% | 22.27% | 4.83% | 15.61% | 16.13% |
| 资本开支 | -580.2 | -890.0 | -1065.0 | -59 | -80 | -63 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -125.7 | 0.0 | -115.9 | -49 | -101 | -121 | 应收账款周转天数 | 1.47 | 1.73 | 1.82 | 1.55 | 1.72 | 1.58 |
| 其他 | -412.2 | -466.6 | 258.3 | 42.0 | 80.5 | 255.0 | 存货周转天数 | | 4.09 | 2.72 | 2.74 | 3.61 | 4.80 |
| 投资活动现金净流 | -1118 | -1357 | -923 | -66 | -101 | 71 | 应付账款周转天数 | 2.94 | 3.25 | 3.64 | 3.11 | 3.49 | 3.28 |
| 股权募资 | 124.1 | 2306.6 | 143.5 | -164.1 | -205.1 | -276.3 | 固定资产周转天数 | 2.50 | 2.91 | 3.13 | 3.57 | 5.25 | 8.87 |
| 债权募资 | -113.3 | 116.8 | 335.4 | -293.1 | 20.7 | 28.8 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -0.5 | -4.4 | -0.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 净负债/股东权益 | 26.38% | 24.70% | 37.78% | 35.65% | 42.88% | 46.17% |
| 筹资活动现金净流 | 10 | 2419 | 479 | -457 | -184 | -247 | EBIT利息保障倍数 | 9.35 | 11.26 | 15.59 | 56.64 | 52.84 | 56.62 |
| 现金净流量 | -687 | 1579 | -143 | -654 | 635 | 83 | 资产负债率 | 20.88% | 19.81% | 27.42% | 26.28% | 30.01% | 31.59% |

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 | 6 | 9 | 25 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 3 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 1.00 | 1.00 | 1.11 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|-----------|-------|-------------|
| 1 | 2015-06-30 | 买入 | 31.76 | 44.00~44.00 |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

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靠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为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

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