

会畅通讯 (300578)

适配国产操作系统新产品与超高清子公司 双轮驱动，业绩爆发增长可期

——事件点评

程硕 (分析师) 马天诣 (分析师)
 010-83939786 010-83939788
 chengshuo@gjias.com matianyi@gjias.com
 证书编号 S0880519100002 S0880518120002

本报告导读:

公司拟成立会畅超视，推进面向 5G 与超高清视讯技术研发，赋能公司既有业务；同时计划推出适配国产操作系统新品。两大部署双轮驱动公司业绩高速增长。

投资要点:

- 上调目标价至 76.05 元，维持“增持”评级：公司拟成立会畅超视布局超高清赛道。我们认为公司已具备完善的云视频产品体系，本次布局焦点绝非简单的超高清赛道。公司有望加大既有云视频产品与国产操作系统和芯片的适配力度，打开全新的业务天花板。我们维持公司 2019-2020 年 EPS 不变，为 0.53、1.17 元，考虑到适配国产操作系统的新产品+超高清子公司有望双轮驱动公司业绩增长，上调 2021 年 EPS 至 1.72 元 (+13.16%)，给予公司一定估值溢价，给予 2020 年 65 倍 PE，上调目标价至 76.05 元 (+85.71%)，维持“增持”评级。
- 计划推出适配国产化操作系统的云视讯平台，驱动公司业绩增长。操作系统国产化进展显著，国内操作系统市场尚存广阔的结构性与总量性国产替代空间。公司计划推出适配国产操作系统和底层芯片的国产化云视讯平台。若顺利推出，新品有望与国产操作系统实现协同销售，迎业绩爆发增长。
- 拟成立“会畅超视”，助力面向 5G 与超高清云视讯的新品研发。公司拟成立“会畅超视”，加快公司推进面向下一代通信网络和超高清云视讯产业的发展战略。有望为公司既有业务赋能，打造技术护城河。
- 催化剂：国内云视频会议加速渗透
- 风险提示：国内云视频行业发展不及预期；操作系统国产化不及预期

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	267	224	521	993	1,517
(+/-)%	6%	-16%	133%	91%	53%
经营利润 (EBIT)	34	3	77	187	281
(+/-)%	19%	-93%	2984%	143%	50%
净利润 (归母)	34	16	92	204	299
(+/-)%	9%	-53%	473%	121%	47%
每股净收益 (元)	0.20	0.09	0.53	1.17	1.72
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.7%	1.1%	14.8%	18.9%	18.5%
净资产收益率 (%)	11.9%	5.1%	17.2%	27.6%	28.8%
投入资本回报率 (%)	25.2%	2.1%	41.5%	71.4%	84.8%
EV/EBITDA	63.78	275.94	85.57	34.54	22.15
市盈率	315.42	669.76	116.99	53.03	36.09
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 76.05

上次预测: 40.95

当前价格: 62.02

2020.02.23

交易数据

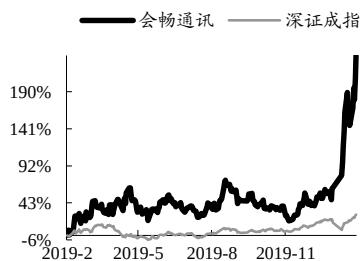
52 周内股价区间 (元)	16.82-62.02
总市值 (百万元)	10,804
总股本/流通 A 股 (百万股)	174/139
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	80%
日均成交量 (百万股)	7.54
日均成交值 (百万元)	281.83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,018
每股净资产	5.84
市净率	10.6
净负债率	-26.64%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.03	0.20
Q2	0.06	0.10
Q3	0.08	0.09
Q4	-0.08	0.14
全年	0.09	0.53

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	130%	0%	248%
相对指数	124%	-19%	214%

相关报告

《双师课堂全国布局加速，云视频硬件终端拓展海外市场》2020.01.28

《入围华为供应商，5G 云视频应用引领行业》2019.12.13

《业绩符合预期，云平台重点布局 5G 与 4K》2019.11.03

《“云加端加行业”协同并举，云视频业务稳健、教育场景开拓造业绩持续增长》2019.08.29

《稳定推进“云加端加行业”战略，云视频造就持续增长空间》2019.07.14

模型更新时间: 2020.02.23

股票研究

信息技术

电信运营

会畅通讯 (300578)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **76.05**

上次预测: 40.95

当前价格: 62.02

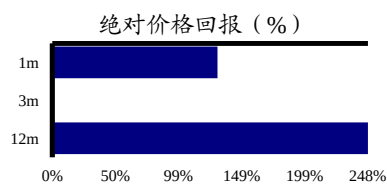
公司网址

www.bizconf.cn

公司简介

公司成立于 2006 年, 是云视频会议领导者, 秉承“沟通创造价值”的服务理念, 专注于为企业提供高品质的视频会议、网络直播、电话会议和网络会议等云视频会议服务, 并在全球范围内与国际运营商开展战略合作, 服务网络遍布全球 150 多个国家和地区, 向用户提供 7*24 小时的中英双语优质服务, 真正实现“为客户全球服务, 服务于全球客户”。

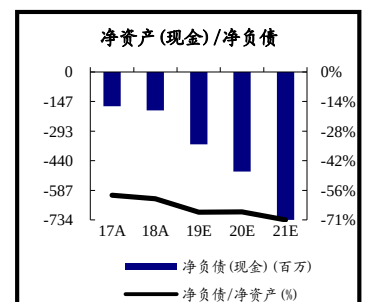
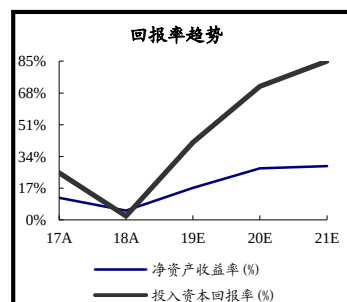
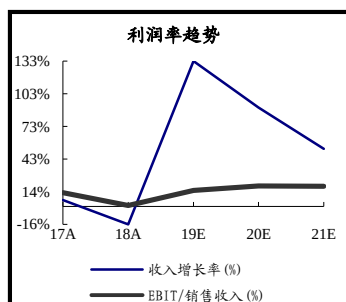
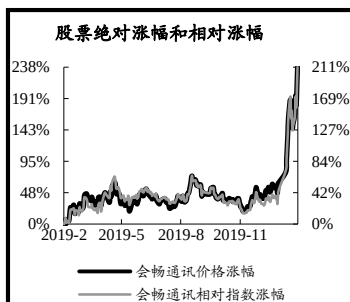
会畅通讯的客户群体遍布各个行业及领域, 70% 的世界 500 强在华企业都选用会畅通讯的云视频平台作为日常工作



52 周价格范围: 16.82-62.02
市值 (百万): 10,804

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	267	224	521	993	1,517
营业成本	132	118	284	470	745
税金及附加	0	0	1	4	5
销售费用	49	41	54	113	176
管理费用	37	47	74	139	203
EBIT	34	3	77	187	281
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	7	22	37	53
财务费用	-1	-3	0	0	0
营业利润	38	16	99	224	334
所得税	5	1	10	23	37
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	34	16	92	204	299
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	169	191	358	493	733
其他流动资产	93	75	200	356	533
长期投资	68	69	69	69	69
固定资产合计	21	21	21	21	21
无形及其他资产	7	19	19	19	19
资产合计	359	374	666	958	1,375
流动负债	65	54	126	213	331
非流动负债	6	5	5	5	5
股东权益	288	316	535	739	1,039
投入资本(IC)					
投入资本(IC)	119	115	167	236	295
现金流量表					
NOPLAT	30	2	69	169	250
折旧与摊销	5	5	0	0	0
流动资金增量	-13	-10	52	69	59
资本支出	-5	-2	3	2	2
自由现金流	17	-4	125	240	311
经营现金流	22	40	15	96	185
投资现金流	-69	-7	25	39	55
融资现金流	155	-13	128	0	0
现金流净增加额	108	20	167	135	240
财务指标					
成长性					
收入增长率	5.9%	-16.3%	133.1%	90.6%	52.8%
EBIT 增长率	18.8%	-92.6%	2983.6%	142.7%	50.1%
净利润增长率	8.8%	-52.9%	472.5%	120.6%	46.9%
利润率					
毛利率	50.7%	47.1%	45.5%	52.7%	50.9%
EBIT 率	12.7%	1.1%	14.8%	18.9%	18.5%
归母净利润率	12.8%	7.2%	17.7%	20.5%	19.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.9%	5.1%	17.2%	27.6%	28.8%
总资产收益率(ROA)	9.5%	4.3%	13.9%	21.3%	21.8%
投入资本回报率(ROIC)	25.2%	2.1%	41.5%	71.4%	84.8%
运营能力					
存货周转天数	2	2	2	2	1.78
应收账款周转天数	102	111	110	105	105
总资产周转天数	362	599	364	298	281
净利润现金含量	65.5%	247.4%	15.7%	47.0%	61.9%
资本支出/收入	2.0%	1.0%	-0.7%	-0.2%	-0.1%
偿债能力					
资产负债率	19.7%	15.7%	19.6%	22.8%	24.5%
净负债率	-58.8%	-60.4%	-66.9%	-66.7%	-70.6%
估值比率					
PE(现价)	315.42	669.76	116.99	53.03	36.09
PB	21.69	9.41	8.30	6.01	4.28
EV/EBITDA	63.78	275.94	85.57	34.54	22.15
P/S	17.12	36.69	32.50	17.05	11.16
股息率	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%



目 录

1. 拟设立“会畅超视”，有望助公司加快推进面向 5G 与超高清云视讯产业的发展战略.....	4
1.1.5G 时代，超高清视频是视频会议行业的发展焦点	4
1.2.公司立足“端+云平台+行业”布局，拟成立“会畅超视”，进一步推进面向 5G 和超高清云视讯的发展战略	4
2. 会畅计划推出与国产操作系统和底层芯片适配的云视频平台，驱动公司业绩进一步增长.....	6
2.1.高性能的云视频平台构筑公司核心竞争力	6
2.2.云视频平台与国产操作系统适配为公司下一步战略焦点	7
2.3 操作系统国产化空间广阔，云视频平台适配前景光明	8
3. Zoom 和会畅通讯股价映射情况	9
4. PE 估值	10
5. 风险提示	11
5.1 操作系统国产化进程不及预期	11
5.2 国内云视频行业发展不及预期	11

1. 拟设立“会畅超视”，有望助公司加快推进面向 5G 与超高清云视讯产业的发展战略

1.1. 5G 时代，超高清视频是视频会议行业的发展焦点

视频是新一代信息网络传输的主要载体，视频处理技术是新一代信息网络的关键技术。其发展过程可以分为：标清、MPEG4 流媒体、高清、4K 和 8K 共五个阶段。当前阶段视频技术正处于 4k 超高清阶段，目前越来越多的人追求 4k 超高清画质，而使用 H.264 标准压缩 4k 分辨率视频已经存在难度，于是国际标准组织制定了 HEVC/H.265 标准，中国 AVS 工作组制定了 AVS2 视频编码标准，适用于压缩 4k HDR 视频，压缩效率是 H.264 的一倍。编转码行业目前处于 4k 超高清建设阶段，也是 5G 时代主要的核心应用之一。

5G 后周期有望迎来 8K 超高清的发展。目前为了更有效的压缩 8k 视频，国际标准组织正在制定下一代视频压缩标准 VVC，国内也在制定 AVS3 视频编码标准。待相关技术标准准备完善，5G 后周期有望迎来 8K 超高清的发展机遇，这也将是视频会议行业需要着重研发突破的焦点领域。

图 1：目前 4K 视频应用持续推进，5G 时代有望迎来 8K 发展大机遇



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

2019 年 3 月 1 日，工业和信息化部、国家广播电视总局、中央广播电视总台联合发布了《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》。提出了到 2022 年我国超高清视频产业的发展目标，在政策引导和各方资源积极投入下，产业总体规模有望超过 4 万亿元，超高清视频用户数达到 2 亿，4K 产业生态体系基本完善，8K 关键技术产品研发和产业化取得突破，形成技术、产品、服务和应用协调发展的良好格局。

4K/8K 超高清视频与 5G、VR/AR 结合能带来更真实逼真的体验，展现更多普通分辨率捕捉不到的细节，提升视频内容制播效率，为视频会议提供更佳的互动体验和更丰富的交互内容，有效提升视频会议的交互质量。超高清视频发展规划的出台，势必会刺激视频会议下游需求市场进一步拓展，加速视频通信技术和终端产品的更新迭代。

1.2. 公司立足“端+云平台+行业”布局，拟成立“会畅超视”，进一步推进面向 5G 和超高清云视讯的发展战略

公司以国产化云平台为“一体”，以“行业应用+云视频硬件”为“两翼”，打造起了“云+端+行业”的全产业链闭环。公司核心优势在于“端+云平台+行业”解决方案一体化优势突出，技术领先同业，核心竞争力牢固。公司以会议平台的优化和维护为核心，同时在客户会议解决方案、移动电话软件辅助、邮件系统软件辅助等几个方面进行软件与技术创新。已成功研发出多方通信协同服务平台、移动解决方案以及基于微信的视频会议与直播等功能应用。收购前后，老会畅也在推进业务转型，并在视频会议业务上实现了内生增长。

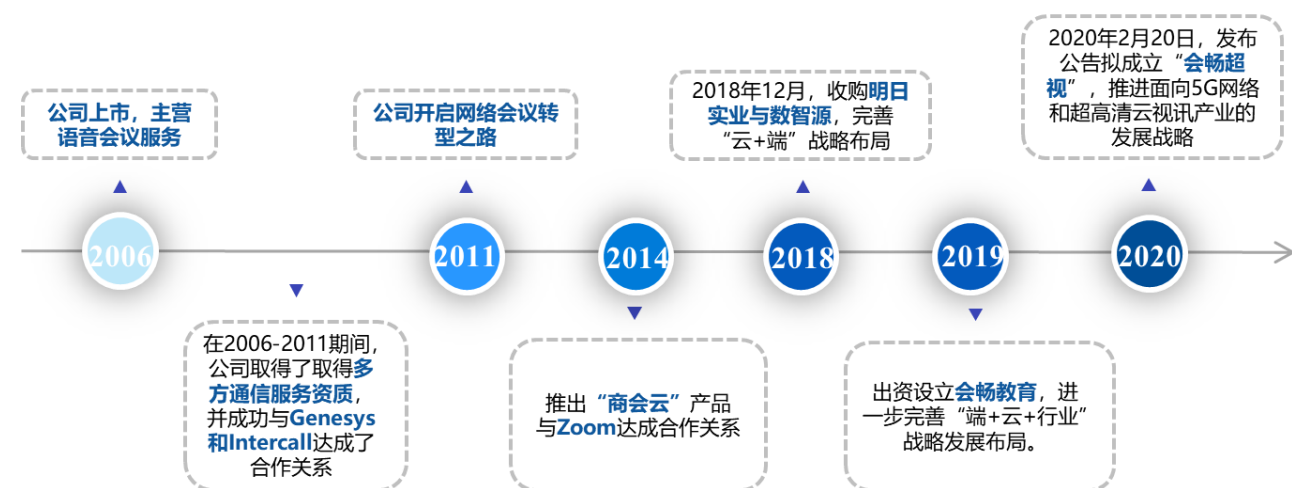
图 2：公司已成功打造“端+云+行业”闭环



数据来源：公司公告

公司成立之初主营语音会议业务，于 2011 年开启网络会议转型。2018 年 12 月，公司收购明日实业和数智源，完成了产业链上下游闭环布局。数智源立足海关、国检、教育、公安行业视频业务应用需求，开发出移动查验系统、人脸识别系统、视频实战应用系统、智慧校园基础管理平台、云课堂、视讯云、一体化展示与决策系统等跟客户业务强相关的应用单个产品，形成行业产品包，构建起了囊括众多行业应用的产品体系。明日实业致力于视频会议摄像机研究、开发与制造，在视频会议的终端——摄像机领域有极强的话语权。两大子公司共同构建起了公司“端+行业”的战略根基。

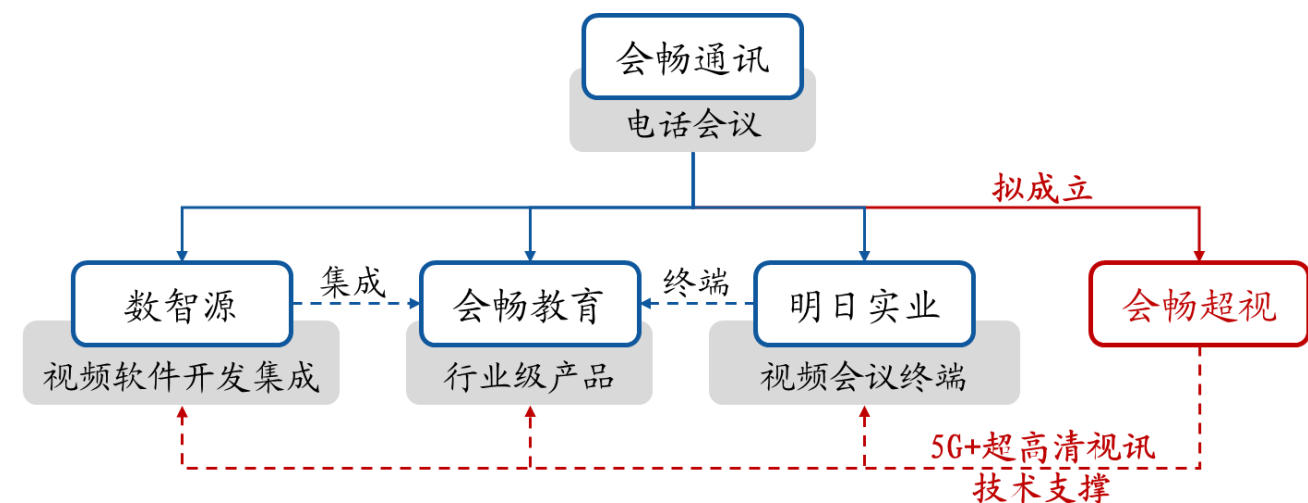
图 3: 公司从语音会议服务起步, 逐步完善“端+云+行业”布局, 2020 年发布拟成立“会畅超视”公告, 进一步拓展战略外延



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2020 年 2 月 20 日, 公司公告拟成立“会畅超视”, 推进面向 5G 网络和超高清云视讯产业的发展战略。这是公司在“云+端+行业”战略部署之上的一次全新尝试。通过设立会畅超视导入公司的全产业链资源, 公司可以更好地推进技术研发, 业务落地和对外技术合作, 增强公司核心竞争力, 提升整体利润水平。会畅超视在未来有望赋能公司既有业务, 为公司迎接 5G 时代发展机遇打下坚实的基础。

图 4: 会畅超视的成立有望加速推进公司面向 5G 网络与超高清云视讯产业的发展战略, 为公司既有业务赋能, 构筑核心竞争力



数据来源: 国泰君安证券研究

2. 会畅计划推出与国产操作系统和底层芯片适配的云视频平台, 驱动公司业绩进一步增长

2.1. 高性能的云视频平台构筑公司核心竞争力

在技术层面, 提高云平台处理能力将成为争抢云视频市场份额的关键。云平台的战略意义不只在于“防守”, 更在于对服务质量的提升。云平台

的灵活和多变性可解决客户在通信服务中碰到的带宽问题、语音质量问题、网速问题、账单问题和其它问题，更好的满足多方会议需求。

图 5：公司拥有灵活可靠的云视频会议平台



数据来源：招股说明书

图 6：公司云视频解决方案具有六大优势



数据来源：招股说明书

会畅通讯云视频会议平台在行业内具备性能优势。比传统厂商具备更强大的扩容能力、更优的互联网视频效果及更低的价格，比云厂商具备更好的兼容性、更先进的编码技术和更高的用户友好度。国际化方面，公司的全球布局优势明显，此外，由于公司整合了源于明日实业和数智源的硬件以及多行业解决方案能力，因此在产业链自主性及横向客户拓展方面更具竞争力。

2.2. 云视频平台与国产操作系统适配为公司下一步战略焦点

我国视频会议产业发展经历了运营商引领、海外厂商主导与国产化替代三大阶段。

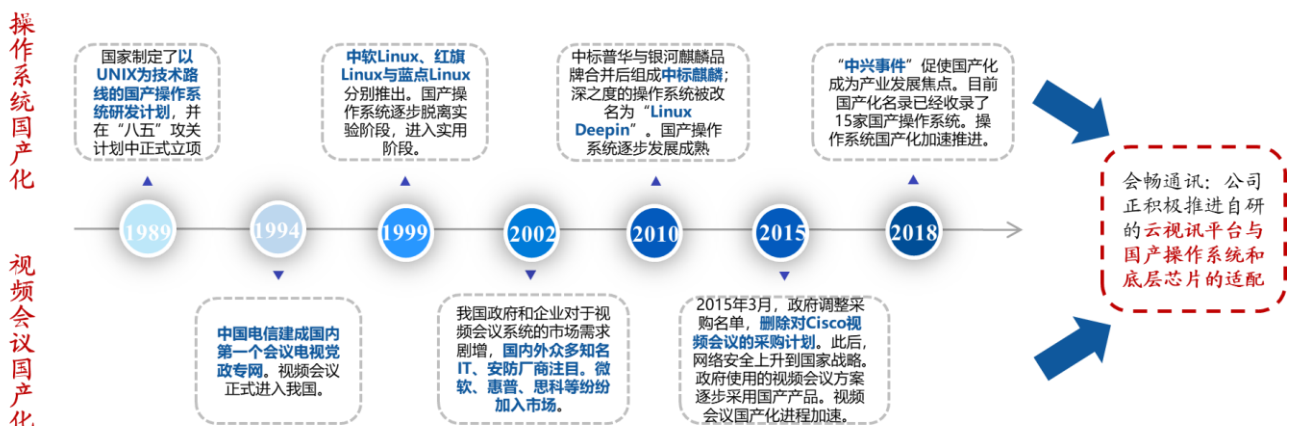
运营商引领：90 年代中期，视频会议正式进入中国，初期发展较缓慢。当时的邮电局采用 CLI 产品开始搭建基于专线网络（E1）的视频会议系统，并首先服务于国务院和各省级政府部门。1994 年，**中国电信建成国内第一个会议电视党政专网**。两三年后，各地方邮电局、拥有卫星、微波等线路资源的光电、铁路等线路资源的广电、铁路和电力等单位开始上马视频会议项目，走在了信息化建设和现代化办公的前列。随着国力的增强，对通讯及时性的要求变高，国内视频会议紧跟国外的发展步伐，开始稳步发展。但是由于国内的互联网和企业网建设仍然落后美国一截，在 2003 年以前，系统建设仍以 H.320 为主，使用传输手段包括 ISDN、卫星、DDN、Frame Relay、ATM 等。同时由于传输网络的使用费用较高，而且信息化普及的程度不够高，导致视频会议行业发展缓慢。随着网络普及化的发展，网络通信费用大幅下降。2000 年以后，H.323 视频会议系统趋向成熟，设备价格也较 H.320 系统有不少下降，使得许多中小型企业、三级城市也具备了建设自己视频会议系统的能力。但是，普通大众对视频会议仍大多停留在概念阶段。

海外厂商主导：2002 年后，我国政府和企业对于视频会议系统的市场需求剧增，国内市场的巨大发展潜力和可扩展空间，诱惑国内外众多知名 IT、安防厂商注目。微软、惠普、思科等纷纷加入市场。在中国市场，2003 年非典时期视频会议达到历史高潮，甚至出现过一机难求的状况。依靠专有硬件设备、专有网络、品质与 C 端产品有巨大的差别，但整体

价格也极高。polycom 亚太历史最大项目，工商银行耗资 2 亿。2006 年，视频会议发展到了一个新的里程碑，高清视频会议走入了用户视线，各大厂商先后推出了自己的高清视频会议解决方案。2008 年，奥运会正式采用高清信号进行直播，高清成为行业内最流行的名词。业内厂商纷纷瞄准商机，大打高清牌，高调宣扬高清时代的来临。在这一阶段，我国使用的视频会议系统大多还是从国外进口，价格高昂，主要厂商包括宝利通、思科、惠普，国内暂不具备视频会议的研发及相关设备的生产条件。主要的客户群体是政府及少量大型企业，且由于是进口设备，价格极为昂贵。

国产化替代：处于保密及信息安全方面的要求，我国政府在视频会议系统采购领域逐渐删除了对国外厂商的采购计划。2015 年 3 月：政府调整采购名单，删除对 Cisco 视频会议的采购计划。2016-2017：政府密集发布政策，网络安全上升到国家战略。2016 年后：政府使用的视频会议方案多为国内企业制作。国产化替代成为产业发展的主基调。

图 7：视频会议产业与操作系统产业双双步入国产化进程关键阶段，会畅率先试水云视频平台与操作系统适配



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

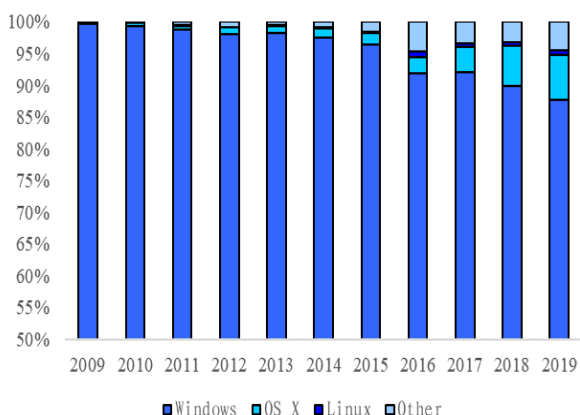
而操作系统作为软件运行的“根基”，其国产化是实现下游软件国产化的关键基础。受 2018 年“中兴事件”影响，国产化成为了操作系统行业的发展焦点。在 1989 年以来的 20 年中，我国的国产操作软件的研发成效显著，以深度操作系统为代表的国产操作系统成功越过了技术的关隘，走上了“可用”到“好用”的发展道路。在底层基础逐渐成熟的当下，云视频会议的国产化进程也进入了新的阶段，云视频会议平台与国产操作系统、国产芯片的适配成为下一轮的战略焦点。基于此背景，会畅通讯率先开启了云视频会议与国产操作系统的“会师”进程，积极推进自研的云视讯平台与国产操作系统和底层芯片进行适配，推出全新的国产化产品。

2.3 操作系统国产化空间广阔，云视频平台适配前景光明

与国产操作系统和底层芯片适配的云视频平台有望与操作系统搭配销售。目前我国的操作系统中微软公司的 Windows 系统仍然占据绝对的优势地位，但 Linux 等其他操作系统正逐步赶上，Windows 和 OS X 操作系统所占比例呈现下滑趋势。截止 2019 年 8 月，我国操作系统市场 Windows 占比达 87.66%，OS X 占比则为 7.09%。而 Linux 和其他操作系

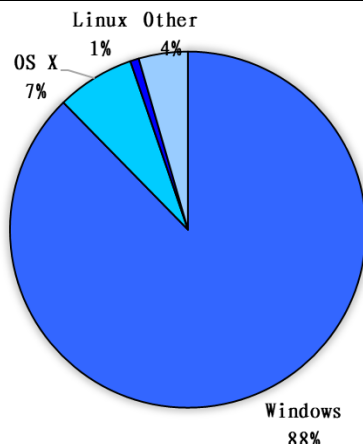
统的占比则为 0.79%和 4.46%。国产化操作系统的替代空间极为广阔。

图 8: 我国操作系统国产化占比不足 5%



数据来源: 研观天下, 国泰君安证券研究

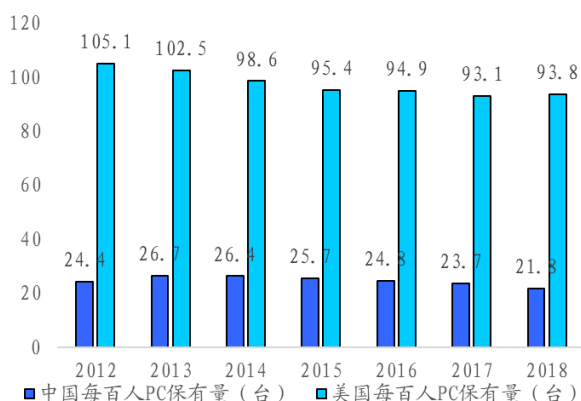
图 9: 2019 年我国操作系统国产化空间在 95% 以上



数据来源: 研观天下, 国泰君安证券研究

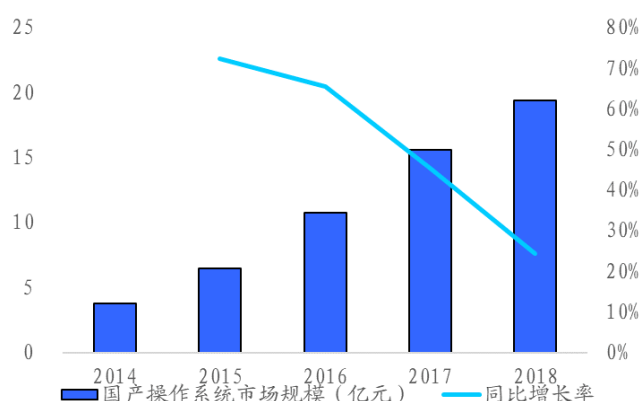
我国操作系统市场除存在结构性国产化空间以外, 总量性国产化空间同样广阔。我国 PC 市场相较于美国发展相对落后, 每百人 PC 保有量仅为美国同期的 25% 左右。目前我国经济增长相对较高, 信息化程度飞速提升, 未来百人 PC 保有量有望对标美国, 实现四倍提升。目前, 我国国产操作系统的市场规模增速保持高位, 2018 年同比增长率在 24%, 达到了 19.37 亿元的规模。2020 年, 多个国产操作系统发布了新的商用版本, 国产化进程快速提升, 国产操作系统市场规模有望加速提升。

图 10: 我国每百人 PC 保有量不及美国同期 25%



数据来源: 研观天下, 国泰君安证券研究

图 11: 我国国产操作系统市场份额快速增长



数据来源: 研观天下, 国泰君安证券研究

3. Zoom 和会畅通讯股价映射情况

对标国外云视频龙头公司 ZOOM, 股价拟合度超过 70%。公司作为 ZOOM 国内最早的核心合作伙伴, ZOOM 过去四个季度营收同比增速超过 80%, 行业渗透率和低端客户渗透率持续提升, 付费 10 万美金一年的客户达到 546 家, 较 2018 年同期增长了 100%。我们认为会畅的客户数近期增速超过 100%, 大客户的渗透率以超过 50% 的增速持续提升, 有望演绎 ZOOM 在北美成功的一幕。

2019年5月以来,公司与Zoom的股份波动可分为:波动上升期、回调期和攀升回暖期。2019年5月至9月属于两公司的波动上升阶段,在这一阶段的主要驱动因素为云视频行业的整体景气上行,Zoom和公司的商业模式受到了市场的认可;2019年9月到12月期间,Zoom的产品被爆出安全漏洞,股价受挫,而会畅三季报不及预期;2019年12月至今,受我国疫情影响,云视频会议的关注度快速提升,云视频产品的渗透率有望进一步加强。

图 12 会畅和 Zoom 股价映射关系



数据来源: 国泰君安证券研究

4. PE 估值

可比公司选取同样受益 5G 时代流量增长的 A 股公司二六三 (002467.SZ)、亿联网络 (300628.SZ)、淳中科技 (603516.SH)、博创科技 (300548.SZ), 2020 年行业平均可比估值为 58.64 倍,考虑到适配国产操作系统的新产品+超高清子公司有望双轮驱动公司业绩爆发式增长,给予一定估值溢价,给予公司 2020 年 65 倍 PE,上调目标价至 76.05 元 (+85.71%)。

表 1: 可比公司估值情况

代码	公司名称	当前股价 (2月21日)	EPS (元)			PE (倍)		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300628.SZ	亿联网络	100.04	2.06	2.73	3.59	48.56	36.64	27.87
002467.SZ	二六三	8.14	0.13	0.16	0.19	62.62	50.88	42.84
603516.SH	淳中科技	51.26	0.96	1.36	1.75	53.40	37.69	29.29
300548.SZ	博创科技	114.80	0.19	1.05	1.41	604.21	109.33	81.42
平均值			0.84	1.33	1.74	192.20	58.64	45.35

5. 风险提示

5.1 操作系统国产化进程不及预期

目前国内操作系统国产化新品推出时间较短，市场接受程度尚待验证。若国产化操作系统市场反响不及预期，则公司计划推出的和国产操作系统适配的云视讯平台销售情况也将受到影响。

5.2 国内云视频行业发展不及预期

目前国内视频会议市场还是以大型的企业和政府为主要客户，相对来说市场较为稳定，云视频会议行业处于早期，叠加外部宏观经济下行压力，中小企业对于相关产品的需求还有待时间印证。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		