小米集团-W（01810.HK）重大事项点评

# 借由 IoT 布局 AI，管理层年轻化轻装上阵

**中信证券研究部**

2018 年 9 月 18 日

许英博
电话：010-60838704
邮件：xuyb@citics.com
执业证书编号：S1010510120041

徐涛
电话：010-60836719
邮件：txu@citics.com
执业证书编号：S1010517080003

联系人：苗丰
电话：010-60836710
邮件：miaofeng@citics.com

## 事项：

根据小米集团创始人、董事长兼首席执行官雷军微信公众号的消息，9 月 17 日，雷军在 2018 年世界人工智能大会(WAIC 2018)发表了题为《AIoT 引爆新时代》的主题演讲，提出人类进入人工智能新时代，AI+IoT 有巨大发展空间，小米从 IoT 切入布局 AI。另外，据新浪科技、中国网科技等多家媒体的消息，9 月 13 日，雷军发出内部邮件宣布了小米集团最新的组织架构调整和人事任命，新设集团组织部和集团参谋部，任命多位 80 后高管。对此，我们点评如下：

## 评论：

**AI+IoT 是未来方向，小米是重要参与方。**深度学习算法的重大突破，使得人工智能技术进入大规模的实用阶段。AI 与 IoT 结合形成的万物智慧互联，将成为未来 10-15 年最重要的发展方向。我们判断，伴随传感器及物联网设备的增加，数据的规模和维度都将持续提升，为人工智能的场景化应用提供更多可能。根据艾瑞咨询统计数据， 2017 年全球消费物联网硬件数量为 49 亿台，预计至 2022 年将达到 153 亿台，CAGR 25.4%。IDC 预测，长期来看，全球物联网设备将达到 500 亿台，对应市场规模达万亿美元量级。截至 2018 年 6 月，小米 IoT 平台的联网设备数量超过 1.15 亿台（不包括智能手机和笔记本电脑），是目前世界上最大的消费物联网平台，超过亚马逊、苹果、谷歌等。截至 2018 年 7 月，小米智能语音助手“小爱同学”月活用户超 3000 万人，累计唤醒次数超 50 亿次。我们认为，小米的 IoT 生态为其 AI 提供海量的数据节点；另一方面，AI 在云端的训练和在终端的实践反向赋能 IoT 产品的智能化和易用性，并令其生态具备更强大的活力；两者有效结合成就小米的独特优势。

**小米 IoT 收入占比有望逐步提升，未来有更多爆品可能性。**2018H1，小米智能手机、IoT、互联网收入分别为 537、181、72 亿元，收入占比约为 7:2:1。小米以智能手机为起点和基本盘，逐步构建了从核心向外围持续扩展，从手机周边产品到智能硬件、生活耗材等的产品布局及扩展思路，已经打造出智能音箱、智能电视、智能手环、空气净化器、扫地机器人等爆款。根据 Canalys、小米二季报、华米招股说明书、智米公司年会报告等数据，2018Q2 小米智能音箱全球出货量 200 万台，市场份额 12.2%，仅次于谷歌、亚马逊、天猫排名第四；2018Q2 小米电视全球销量同比+350%，位列国内线上市场第一；截至 2017 年底，小米手环总出货量突破 4500 万只；2017 年，小米空气净化器销量超 300 万台，同比+50%；截至 2018 年 1 月，小米扫地机器人销量突破 100 万台。我们认为，小米已经打通与生态链企业的高效合作模式，具备在智能硬件及小家电领域推出持续爆款的能力；小米亦积极进军大家电市场，未来有望在空调、冰箱、洗衣机等领域延续电视的成功表现。

**小米完成上市后首次组织架构调整，管理层年轻化轻装上阵。**本次调整小米全面强化集团总部职能，加强公司价值观传承和组织建设，提升组织效率和活力，强化公司人才梯队建设，发掘更多年轻人才并给予更多提升的机会。主要调整包括：1）新设集团组织部和集团参谋部，组织部负责中高层管理干部的聘用、升迁、培训和考核激励等，参谋部协助 CEO 制定集团的发展战略；2）电视部、生态链部、MIUI 部和互娱部等四个业务部重组成十个新的业务部，包括四个互联网业务部，四个硬件产品部，一个技术平台部和一个消费升级的电商部，具体为互联网一部（MIUI）、互联网二部（应用商店、游戏中心、小米阅读、小米生活等）、互联网三部（资讯类、搜索类、开发者生态系统）、互联网四部（电视版 MIUI、小米视频、画报、直播、米聊、米车生活、快视频以及互联网创新业务等）、电视部、生态链部、笔记本电脑部、智能硬件部、IoT 平台部、有品电商部。本次任命的十多位总经理中，80 后占据大多数。10 个业务部门成立的背后，二级部门等分支团队中，还有更多年轻管理人才、专业人才已经脱颖而出。

**风险因素：**品类持续扩展导致品牌和声誉受损的风险；手机及智能硬件销量不达预期风险；国际化业务风险；线下零售店扩张的风险等。

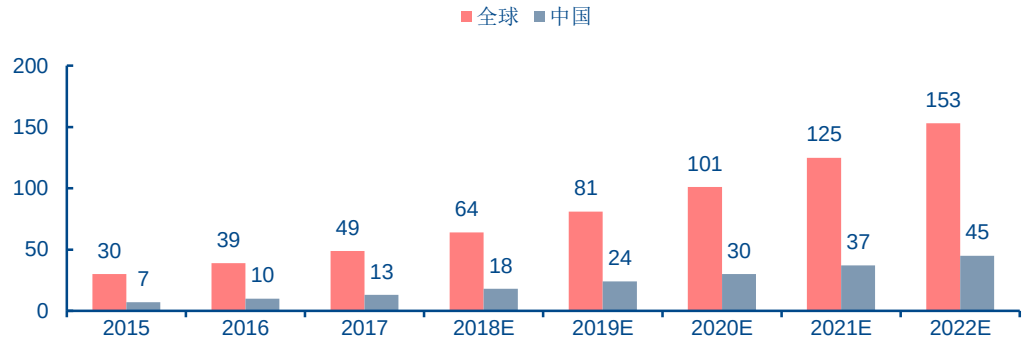
**投资策略：**我们长期看好小米独特的“硬件+互联网服务+新零售”的铁人三项商业模式，看好公司长期市场空间和成长性。

表 1：公司盈利预测表

| 项目/年度 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(亿元) | 684.3 | 1146.2 | 1776.6 | 2451.7 | 3198.4 |
| YoY | - | 67.5% | 55.0% | 38.0% | 30.5% |
| 净利润(亿元) | 19 | 53.6 | 84.9 | 136.4 | 199.4 |
| YoY | - | 182.1% | 58.5% | 60.5% | 46.2% |
| 经调整后 EPS（元） | 0.08 | 0.24 | 0.38 | 0.60 | 0.88 |
| 毛利率 | 10.6% | 13.2% | 13.2% | 14.4% | 15.3% |
| PE | 167 | 56 | 36 | 22 | 15 |

资料来源：Thomson 一致预测，中信证券研究部　　注：股价为 2018 年 9 月 17 日收盘价

图 1：全球智能物联网硬件数量（亿台）




资料来源：艾瑞咨询（含预测），中信证券研究部

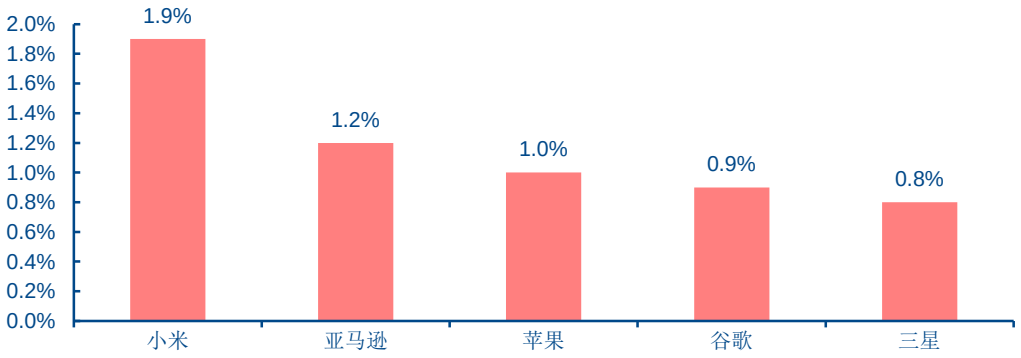
图 2：万物智联带来链接设备数量激增

资料来源：雷军在 WAIC2018 的演讲材料

图 3：小米小爱同学月活跃设备超过 3000 万台

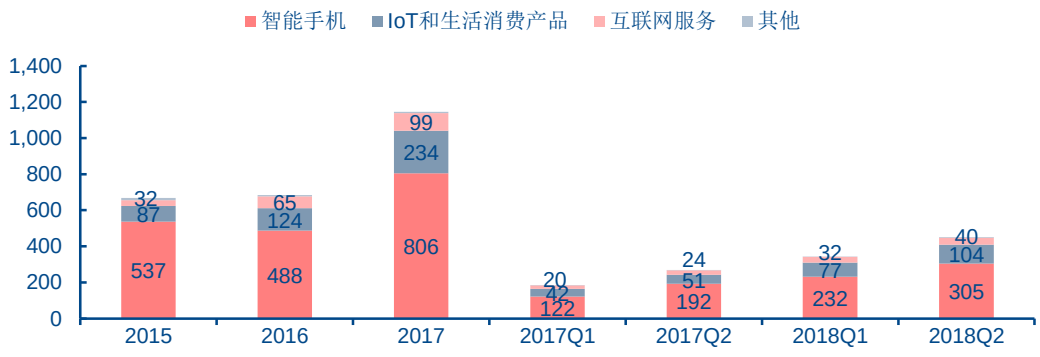
资料来源：雷军在 WAIC2018 的演讲材料

图 4：2018 年第一季度全球消费物联网硬件厂商市场份额



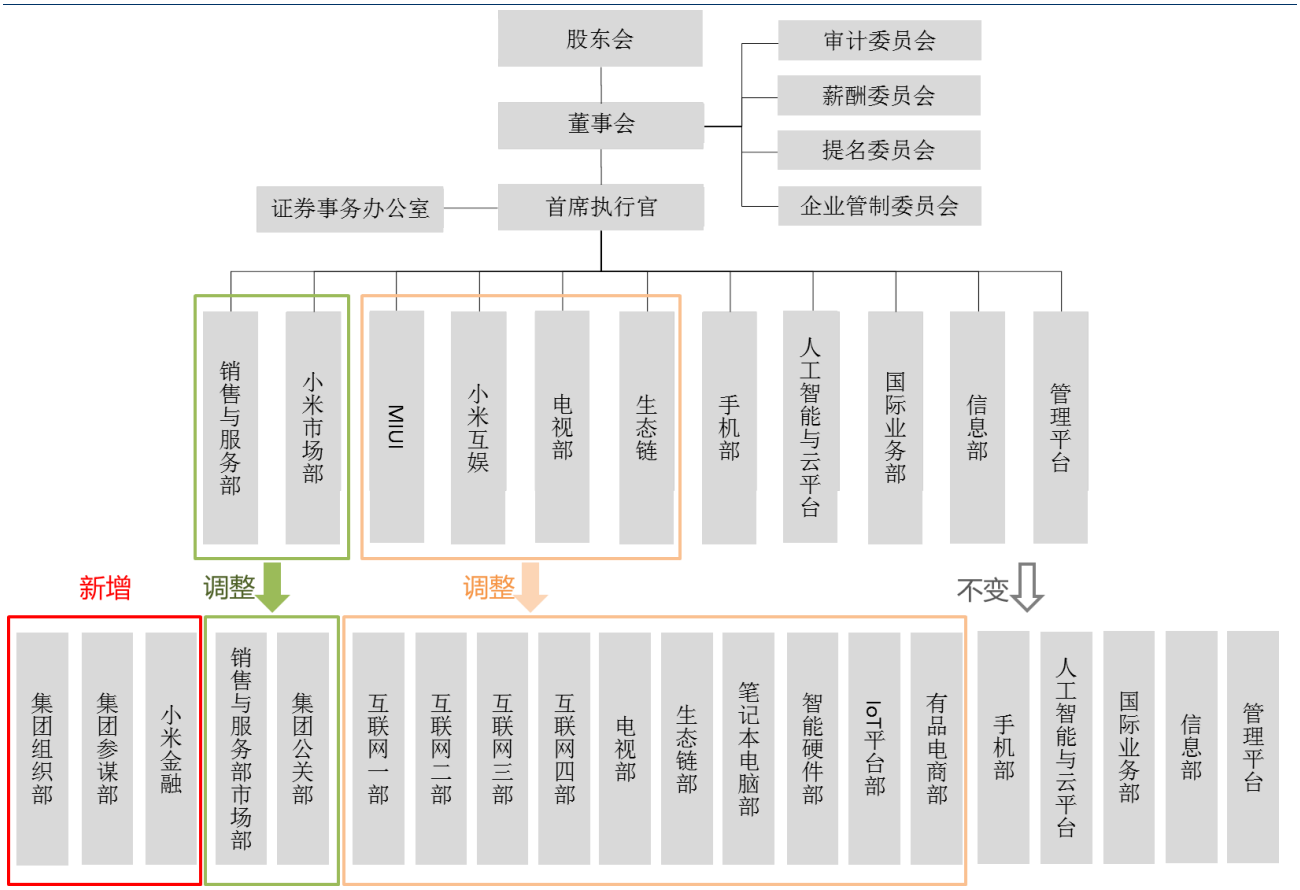

资料来源：艾瑞咨询，中信证券研究部　　注：以联网设备数量口径统计的市场份额

图 5：小米集团主营业务收入结构（分行业）（亿元）




资料来源：公司财报，中信证券研究部

图 6：小米集团组织架构调整示意图




资料来源：公司财报，新浪科技、中国网科技等媒体报道，中信证券研究部绘制

# 附录 1：雷军在 2018 年世界人工智能大会(WAIC 2018)大会上发表的题为《AIoT 引爆新时代》的主题演讲

李强书记、徐匡迪院长、各位领导、各位来宾，大家上午好！

今天到场的有非常多的世界级科学家、学者、技术专家和大企业家，在这些大拿面前，我谈点我对人工智能比较粗浅的看法。

我的第一个观点挺简单的：两年半前，AlphaGo 是人工智能发展史上的里程碑事件，怎么说它的重要性都不为过。原因很简单：因为令很多人不能理解的是人工智能首次击败了围棋高手，这是人工智能巨大的成就。

三十多年前，我还是一个计算机科班的学生时，也是一名围棋爱好者，所以我看待这个事情角度会和大家不太一样。因为二十年前，1997 年，深蓝就已经做到了，击败了国际象棋世界冠军。但是围棋的复杂度远远高于国际象棋。我们曾经认为，人工智能在可预见的 100 年内都很难击败围棋高手。两年半前，奇迹发生了，人工智能赢了。这里面的原因是什么呢？这里面的原因是技术产生了巨大的颠覆和突破。**我觉得不仅仅是计算能力的原因，最核心的是深度学习算法的重大突破，使得人工智能技术进入了大规模的实用阶段。这不是某个学科的突破，这是人类社会重大的突破。**

基于这个观点，我的第二个观点和李彦宏刚才讲的是一样的，今天大会的主题是：人工智能赋能新时代。其实我的观点是：**人类进入了人工智能的新时代。**所以为什么说今天是人工智能时代？今天全球最顶尖的公司都把人工智能列成了公司的核心战略。我记得，两年前，谷歌的创始人宣布了 AI First 的战略。其实看到了这个题目以后，我们小米的决策层讨论了整整一个星期。在这个年代里面，无论是国际巨头，还是国内的 BAT，都把人工智能列为了最核心的战略。今天，无论走到哪里，哪个会议都在讨论人工智能，人工智能时代远远超过以前我们提的大数据时代和移动互联网时代。在这个时代面前，不仅仅是巨头，在十多个领域里面 1000 多家的创业公司风起云涌，越来越多的实用性产品开始产生。我相信，在未来十年里面，还会产生更多的实用性产品。

那么，对于小米来说，我们该怎么办？两年前，我是非常焦虑，因为国际巨头、中国巨头都领跑了这个时代，旁边还有 1000 家创业公司，进展非常迅猛，对于小米这样不大不小的公司该怎么办？两年前，我们经过深入思考，我们认为别无选择，要把人工智能作为小米最重要的战略。基于这种战略，我们认真研究了我们有哪些优势，有哪些不足，我们应该怎么迎头赶上。我们分析了一下，我们拥有巨大的优势是，我们拥有用户群，我们拥有海量设备，我们拥有海量的数据，更重要的是我们拥有对整个 AI 时代的认知，我们应该利用自己的优势迎头赶上。**我们选择的突破口就是 IoT。我们想用 AI 加 IoT 能够在这个时代立足，而且为整个世界的人工智能的发展做一点点贡献。**

IoT 的重要性就不讲了，IoT 设备的数量级比移动时代再大了一个数量级。更重要的是在这个时间点，5G 马上就要来了，5G 其实是为 IoT 时代准备的通讯方式，有 5G 的助力，IoT 还会插上起飞的翅膀。

在这样一个大形势下，我们应该怎么做？我们要充分利用小米自身的优势，**到第二季度末的时候，小米已经连接了 1.15 亿台消费类的 IoT 设备，已经成为了全球最大的消费类的 IoT 的平台，就是将你家里的各个设备，比如说智能家电全部连接在一起了。**

在这样的格局下，我们认为有一项关键技术非常重要，这一项关键技术就是 AI 的智能助理。AI 的智能助理实际上是一个智能的问答系统，你可以智能交流、智能沟通、智能处理。我们两年多前确定了开始做小爱同学。

**在上个月的时候，小爱的月活跃已经突破了三千万人。**可能很多人没有用过，但是大家想象一下，如果你任何设备只需要跟它讲话就可以控制的话，会带来什么样的未来？而且我们认为，不仅仅是设备上，可能每个空间、每个屋子里都会有这样的系统，它会无所不在。两年前我们想，这么做的时候觉得还挺难的。去年 7 月份我们发布了，发布完以后用户的反馈远远超出了我们的想象。

我们发现有很多人，比如说小孩子把它当玩具在使用，老年人的家里没有什么人，可能有个东西可以聊天，哪怕刚开始觉得智商比较低，但是大家的参与度还是很高。随着这一年的演进，这项技术越来越成熟，到上个月居然有三千万人在使用了。**我相信未来数以百亿计的 IoT 设备都会带上 AI 的智能会话系统。**

所以我认为，AI 的智能助理其实是 IoT 设备里面最关键的技术。当然，AI 和 IoT 有很多很多的结合点，我认为 AI 加 IoT 会给大家带来越来越美好的生活。

今天我们把人工智能做到了非常实用的阶段，小米是把所有设备都连接起来，变成了完全实用的场景，深受消费者的欢迎。你可能想不明白，空巢老人，当孩子不在身边，他和小爱聊天，生活会多么得有乐趣。关于人工智能技术，小米深知需要和大家深度合作，携手共进，才能把人工智能做好。小米也特别愿意为这个社会做一点点小小的贡献，三个月前我们把手机上的人工智能计算引擎 MACE 完全开源，我们把原来的计算速度提高了 10 倍以上；我们把 IoT 设备连接协议全部公开了，包括把智能问答系统也全部开源。**我相信，只有开源合作的态度，我们才能共赢，才能推动整个人工智能的新时代。**

最后，特别感谢上海给小米这个机会介绍在人工智能领域所做的工作。

——来源：雷军微信公众号

# 附录 2：雷军关于小米集团组织架构调整和人事任命的内部邮件

各位小米的同学：

经过 8 年奋斗，小米已经成为了营收过千亿、员工近两万人的公众公司。为保障公司可持续的发展，我们必须把组织管理、战略规划放到头等位置，建立更具前瞻的战略领航与更坚实有力的组织保障能力。 公司管理层经反复讨论决定对公司组织架构进行系统性调整。

本次调整我们全面强化集团总部职能，加强公司价值观传承和组织建设，提升组织效率和活力，强化公司人才梯队建设，发掘更多年轻人才并给予更多提升的机会。同时，对相关业务进行梳理，让组织结构更合理、团队更有战斗力。

组织架构调整具体如下：

**一、新设集团组织部和集团参谋部，进一步增强总部管理职能，并同时调整王川、刘德、洪峰和尚进等高管的工作分工。**

**1. 组建集团组织部，**负责中高层管理干部的聘用、升迁、培训和考核激励等，以及各个部门的组织结构设计和编制审批。任命高级副总裁刘德担任组织部部长，向 CEO 汇报。任命金玲为组织部副部长，向刘德汇报。

**2. 组建集团参谋部，**协助 CEO 制定集团的发展战略，并督导各个业务部门的战略执行。任命高级副总裁王川为集团参谋长，向 CEO 汇报。任命向征为集团副参谋长，向王川汇报。

**3. 任命高级副总裁洪锋为小米金融董事长兼 CEO，专注小米金融业务的发展推进。**

4. 由原公司市场部公关团队组成集团公关部，任命徐洁云为总经理，向品牌战略官黎万强汇报。

5. 原公司市场部（除公关团队外）、销售与服务部的电商市场组和新媒体组三个团队合并，成立销售与服务部市场部。任命梁峰为总经理，向集团副总裁汪凌鸣汇报。

6. 任命集团副总裁尚进协助高级副总裁祁燕负责小米产业园区及各个区域总部的规划和建设。

**二、电视部、生态链部、MIUI 部和互娱部等四个业务部重组成十个新的业务部(四个互联网业务部、四个硬件产品部、一个技术平台部和一个消费升级的电商部)，各业务部的总经理直接汇报给 CEO。**

1. 组建电视部，由原电视部的部分部门组成，负责电视业务，同时孵化空调等新业务。任命李肖爽担任总经理。

2. 组建生态链部，由原生态链部的部分部门组成。任命屈恒为总经理，赵彩霞为副总经理。

3. 组建笔记本电脑部，由原生态链部笔记本电脑部组成。任命马强为总经理，刘新宇为副总经理。

4. 组建智能硬件部，由原生态链部智能产品部组成。任命唐沐为总经理。

5. 组建 IoT 平台部，由原生态链部 IoT 部组成。任命范典为总经理。

6. 组建有品电商部，由原生态链部有品部组成。任命高自光为总经理，陈波、赵欣然为副总经理。

7. 组建互联网一部，由 MIUI 部分部门和小米互娱部的部分部门组成，负责 MIUI 核心体验、技术中台、商业产品研发及广告销售、游戏发行、商务合作和 MIUI 国际业务等。任命李伟星为总经理。

8. 组建互联网二部，由 MIUI 部分部门和小米互娱部的部分部门组成，负责应用商店、游戏中心、小米音乐、小米阅读、小米生活等。任命仇睿恒为总经理。

9. 组建互联网三部，由 MIUI 部分部门组成，负责资讯类、搜索类、开发者生态系统等业务。任命于锴为总经理。

10. 组建互联网四部，由原电视部的部分部门、MIUI 部分部门和小米互娱部的部分部门组成，负责电视版 MIUI、小米视频、画报、直播、米聊、米车生活、快视频以及互联网创新业务等。任命白鹏为总经理。

11. 汪文俊带领的 MIUI 系统底层团队和王文林带领的 MIUI 品质交付管理团队并入手机部，向林斌汇报。

以上任命即日生效。

**没有老兵，没有传承。没有新军，没有未来。**今年年初的公司年会上，我们就提出公司各条战线上都必须提供强有力的组织保障和管理护航。所以，我们要着手培养、提拔一大批年轻的管理干部，构建更具活力、更有进取心的各级前线指挥团队。让每一个有能力、有抱负、有冲劲、敢担当的年轻人，都能在战争中学习战斗，在战斗中快速成长。

这次的调整，就是这项工作第一阶段成果的展现。本次任命的十多位总经理中，80 后占据大多数。10 个业务部门成立的背后，二级部门等分支团队中，还有更多年轻管理人才、专业人才已经脱颖而出。

小米的同学们，请拿出舍我其谁的气势，怀抱建功立业的雄心，不负时代，勇于担当，一起书写小米英雄辈出、将星璀璨的全新传奇！

雷军

2018.9.13

——来源：新浪科技、中国网科技等媒体相关报道

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

**投资建议的评级标准**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上； |
| | 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%～20%之间 |
| | 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间 |
| | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上； |
| 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上； |
| | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间； |
| | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上 |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA （UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia SdnBhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国**：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国**：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡**：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

**加拿大**：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国**：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA （UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。**