

凌志软件（688588.SH）

23年触底回升，AI赋能有望实现降本增效

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 计算机 · 软件开发

◆ 投资评级：增持（首次评级）

证券分析师：熊莉	021-61761067	xiongli1@guosen.com.cn	执证编码：S0980519030002
证券分析师：朱松	021-60875155	zhusong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520070001

事项：

公司近期宣布成为百度文心一言首批生态合作伙伴，公司后续将通过百度智能云全面体验并接入文心一言的能力。

国信计算机观点：

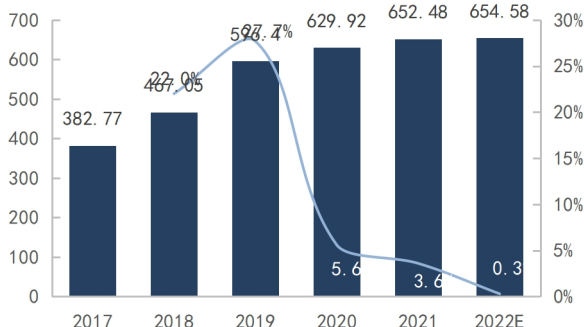
- 1) 公司为对日IT服务核心供应商，主要业务包括对日软件开发服务和国内行业应用软件解决方案，目前对日软件开发服务占营收比例84%，国内行业应用解决方案占比16%，下游的最终客户大多为金融机构。公司20-22年受到疫情的影响，营收和利润水平有所承压，预期从23年开始将重回增长轨道。
- 2) 对日业务稳步恢复，国内业务快速拓展。目前日本劳动力短缺问题日益凸显，日本国内对IT服务人员的需求将持续增长，同时日本国内IT人员的缺口亦将持续扩大，2019年IT人员缺口达28.8万人，到2030年缺口有望扩大到45万人，这对公司这类对日软件开发服务商而言较为有利。同时，公司积极将服务日本金融机构积累的成熟经验引入到国内，已形成了企业客户服务平台、凌志投行工作质量评价系统产品2.0等产品，以及数字化财富管理转型“业务模式+系统规划”综合解决方案。
- 3) 日元汇率企稳回升，公司有望受益。公司的对日软件开发业务主要是以项目制的方式用日元结算，而公司的大部分员工均在国内，其人员成本和费用均以人民币结算，所以日元汇率的下跌对公司的营收和利润都形成压制。从2022年年底来看，日元汇率已经逐步企稳回升，从中长期的维度看，日元汇率有望逐步回到疫情之前的水平，这对公司起到积极影响。
- 4) AI赋能，公司业务有望实现降本增效。公司目前已经成为了百度文心一言首批生态合作伙伴，在公司的业务中有诸多地方可以有效运用AI大模型技术从而实现降本增效，比如在对日软件开发项目中有35%左右的工作量用于设计，现在可以用AI技术代替，节省出来的人力可以用于接更多的项目。
- 5) 公司作为对日软件开发服务领域的核心供应商，在日元汇率处于向上通道、疫情结束等因素的积极影响下，公司业务有望迎来触底反弹，同时公司业务和AI技术的结合有望为公司带来降本增效。我们预计2022-2024年的营收分别为6.54/7.91/9.55亿元，同比分别增长+0%/21%/21%，归母净利润分别实现1.41/2.40/2.94亿元，同比分别增长-3.5%/+70%/+22.6%，EPS分别为0.35/0.60/0.73元，结合相对和绝对估值法，预期未来一年的合理估值区间在20.96-22.63元，较当前股价溢价12.4%-21.3%，首次覆盖，给予“增持”评级。

评论：

◆ 公司为对日IT服务核心供应商

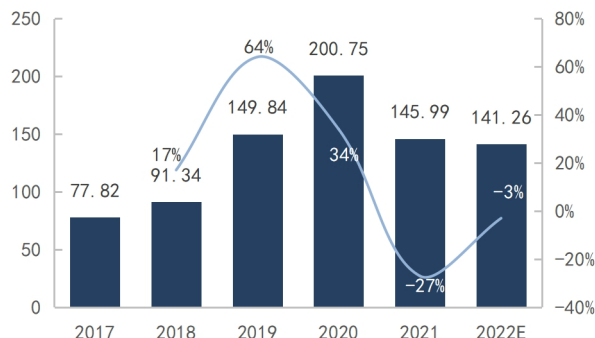
经营业绩此前受到疫情压制。2017-2021年，公司的营业收入持续增长，CAGR为14.26%，2021年，公司实现营业收入6.52亿元，同比增长20.8%。2017-2020年，归母净利润迅速增长，CAGR达37%，2021年，公司实现归母净利润为1.46亿元，同比下滑27.3%。根据公司发布的22年业绩快报，收入实现6.5亿元，和上年持平，利润实现1.41亿元，略微下滑。

图1: 凌志软件历年收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

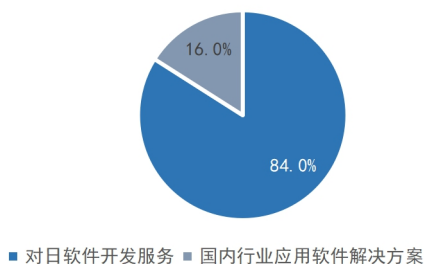
图2: 凌志软件历年利润及增速 (单位: 百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

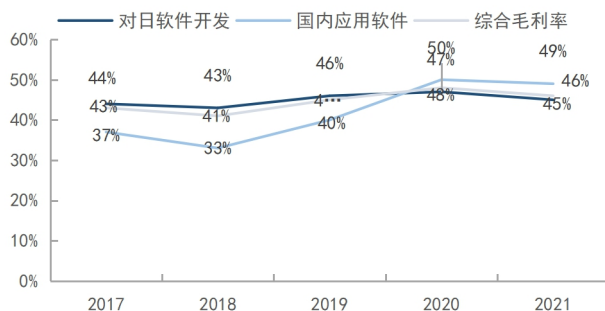
以对日软件开发服务为主, 同时专注国内券商销售、管理系统。1) 在对日 IT 业务方面, 2017-2021 年, 公司对日软件开发服务业务营收占比为 82%/83%/84%/84%/84%。2021 年, 该业务实现营收 5.50 亿元, 毛利率为 45%。对日软件开发服务包含定制软件开发服务、软件售后服务项目、人员派驻的软件服务。其中, 定制软件开发项目平均价格比较平稳, 销售收入随项目数量的增加而增长。2) 国内行业应用软件解决方案业务以自有产品基础上的定制软件开发为主, 主要为国内的金融机构提供对应的产品和解决方案。2021 年, 该业务实现营业收入 1.03 亿元, 同比增长 2.1%, 毛利率为 49.0%。总体来说, 公司的毛利率水平在同行业水平中较高, 一方面是因为对日软件开发项目中, 日本 IT 服务的价格较高, 另一方面公司主动开拓国内市场, 辅之以标准化产品加些许定制化开发的方式做业务。

图3: 凌志软件营收结构图



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图4: 凌志软件各业务毛利率情况

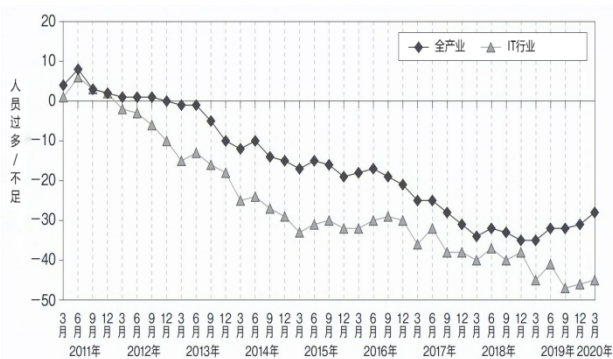


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 对日业务稳步恢复, 国内业务有序开展

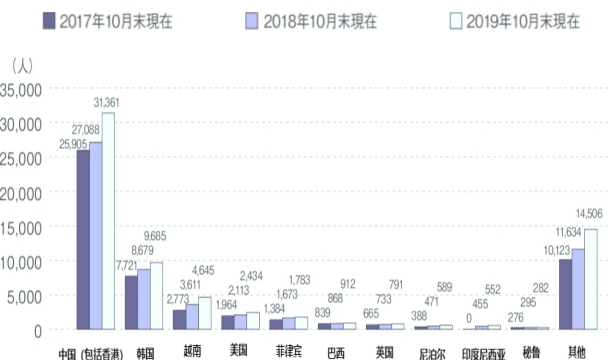
日本劳动力短缺问题日益凸显, 预计 IT 人员缺口将扩大。随着技术的进步和数字化进程的加深, 越来越多的日本企业开始致力于数字化转型, IDC 预测, 2018-2023 年日本国内 IT 服务市场的 CAGR 将保持在 1.3%, 有望在 2023 年达到 60408 亿日元的规模。同时, 日本国内对 IT 人才的需求水涨船高, 人口老龄化问题进一步加剧了 IT 人才的短缺局面, 日本劳动省数据显示, 2018 年日本新出生婴儿数量为 92.1 万, 连续 3 年不足 100 万人, 为 1899 年开始统计以来的最低值。随着人口危机不断深化, 未来几十年日本人口将继续下降。2019 年, IT 人员缺口达 28.8 万人。按照 35 万人民币/人/年的单价计算, 截至 2030 年, IT 人员缺口规模或超过 45 万人, 预计将释放超 1500 亿人民币的市场空间。

图5: 日本 IT 行业劳动力开始出现明显供给不足



资料来源:《IT 人材白书 2020》、国信证券经济研究所整理

图6: 日本 IT 行业离岸外包市场规模及流向



资料来源:《IT 人材白书 2020》、国信证券经济研究所整理

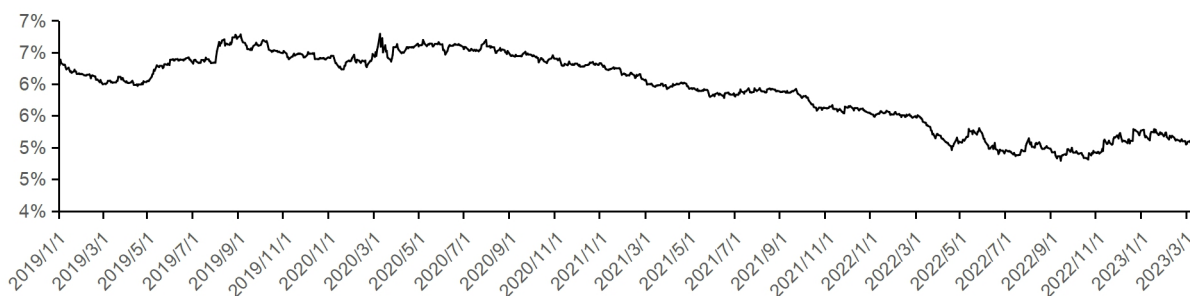
国内业务稳步拓展, 将海外成熟经验引入国内。公司已经服务日本金融客户数十年, 可以将掌握的经验和产品引入到国内, 从而更好的为国内的金融机构客户提供服务, 正值国内金融机构数字化转型阶段, 公司的商机较多。比如: 1) 公司企业客户服务平台项目, 在注册制改革背景下, 帮助投行工作人员向企业分享上市进程和尽调要点, 同时支持投行业务管理者统筹不同企业的上市优先级安排; 2) 凌志投行工作质量评价系统产品 2.0, 协助券商完成投行业务质量评价数据报送, 已在多家券商部署完成; 3) 数字化财富管理转型“业务模式+系统规划”综合解决方案, 探索券商财富业务价值链, 围绕获客、存量经营、交易服务、咨询建议和过程管理等核心环节, 构建前中台一体化的运作方式。

◆ 日元汇率逐步企稳, 公司有望受益

公司的对日软件开发业务主要是以项目制的方式用日元结算, 而公司的大部分员工均在国内, 其人员成本和费用均以人民币结算, 所以日元汇率的下跌对公司的营收和利润都形成压制。2021 年度日元汇率大幅下降, 影响了公司的营业收入和汇兑损益, 造成公司归属于母公司所有者的净利润下降, 若按上年同期日元汇率计算, 则报告期内公司营业收入将再增加 5206.06 万元, 汇兑损失将减少 3306.86 万元(扣除公司购买日元远期结汇产品产生的收益)。公司 2022 年发布业绩快报, 2022 年度日元汇率下降, 影响了公司的营业收入, 造成公司归属于母公司所有者的净利润同比小幅下降, 若按上年同期日元汇率计算, 则营业收入将再增加 7039.89 万元。

此前日本国内受制于国内经济疲软而坚持超宽松政策, 从 2022 年年底来看, 日元汇率已经逐步企稳回升, 从中长期的维度看, 日元汇率有望逐步回到疫情之前的水平。

图7: 日元/人民币汇率走势



资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

◆ 人工智能有望为公司实现降本增效

根据公司的招股书，目前公司对日软件开发项目的工作量中，由一级承包商（比如野村）承担的工作量为 6%左右，而由公司为代表的二级、离岸承包商的工作量为 90%以上，其中主要分为设计（基本设计和详细设计）、编码、单元测试、连接测试、系统测试等，具体来说：1）基本设计主要是将一级承包商负责的概要设计（用户需求收集整理后的展现），变成可通过软件工程进行具体实现的设计文档，构成了系统开发的基础，详细设计则进一步细化，基本上设计环节工作量占全部的 35%左右；2）编码环节就是具体的开发过程，其实占用的工作量并不是很高；3）测试环节耗费的工作量相对较大，包括了单元测试、连接测试、系统测试等。

表1: 公司对日软件开发项目的主要工作量占比

软件开发阶段	工作量占比	责任方
需求分析/概要设计	6%	一级承包商
基本设计	20%	二级、离岸承包商
详细设计	15%	二级、离岸承包商
编码	8%	二级、离岸承包商
单元测试	14%	二级、离岸承包商
连接测试	17%	二级、离岸承包商
系统测试	20%	二级、离岸承包商
系统上线	0%	一级承包商

资料来源：公司招股书、国信证券经济研究所整理

人工智能技术有望为公司实现降本增效。目前公司已经宣布接入百度文心一言 AI 大模型，和海外的 GPT 模型也在积极接洽，未来，大模型在实现文本智能的基础上可以将设计环节（包括基本设计和详细设计）的效率大幅提高，通过 AI 技术将概要设计内容读懂后自动进行设计环节。在此期间，公司利用 AI 节省出来的 35%的人力可以用于更多的开发项目，从而实现降本增效。同时，公司可以利用 AI 技术为终端客户提供更加多的智能应用和服务，进一步拓宽公司的盈利半径。

◆ 盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

对日软件开发服务：公司在 2020 年疫情之前，对日软件开发业务一直保持较为稳定的增长，一方面受益于公司多年在对日软件开发领域积累的经验优势，另一方面受益于日本 IT 服务人员缺口的日益扩大。从 2020 年开始，受到疫情的影响，公司的对日外包业务受到了影响，该业务的增速明显下滑，随着 22 年疫情的结束，预期公司在 23 年开始将重新回到增长轨道，因此假设 22-24 年对日软件开发服务业务增速分别为 0%/20%/20%，毛利率保守估算和历史情况一致为 46%。

国内行业应用软件解决方案：公司在日本主要服务金融企业，并将日本金融业成熟的产品合理的引入到国内，也会国内的券商提供更加丰富和便捷的应用。此块业务受到疫情的影响基本处于停滞状态，预期 23 年开始逐步恢复增长，预计 22-24 年此业务的增速分别为 2%/25%/25%，毛利率基于保守预测，预计分别为 49%/50%/51%。

表2: 凌志软件营收分拆及预期

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
对日软件开发服务								
营业收入	315.37	385.92	498.43	529.09	549.56	549.6	659.5	791.4
yoy		22.4%	29.2%	6.2%	3.9%	0%	20%	20%
毛利率	44.0%	43.0%	46.0%	47.0%	45.0%	46%	46%	46%
占营业收入比	82.0%	83.0%	84.0%	84.0%	84.0%	84.0%	83.4%	82.8%
国内行业应用软件解决方案								
营业收入	67.40	81.13	97.97	100.83	102.92	104.98	131.22	164.03
yoy		20.4%	20.8%	2.9%	2.1%	2%	25%	25%
毛利率	37.0%	33.0%	40.0%	50.0%	49.0%	49%	50%	51%
占营业收入比	18.0%	17.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.6%	17.2%
总体营收								
收入	382.77	467.05	596.4	629.92	652.48	654.54	790.70	955.4
yoy		22.0%	27.7%	5.6%	3.6%	0%	21%	21%
毛利率	42.8%	41.3%	45.0%	47.5%	45.6%	46.5%	46.7%	46.9%
营业成本/营业收入	57.2%	58.7%	55.0%	52.5%	54.4%	53.5%	53.3%	53.1%

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所整理

综上所述, 预计 2022-2024 年营收 6.54/7.91/9.55 亿元, 同比 +0%/21%/21%, 毛利率分别为 46.5%/46.7%/46.9%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	653	655	791	956
营业成本	352	350	422	508
销售费用	25	30	34	39
管理费用	40	44	49	59
研发费用	64	67	76	90
财务费用	57	46	(19)	(16)
营业利润	171	164	279	325
利润总额	170	164	279	325
归属于母公司净利润	201	146	141	240
EPS	0.36	0.35	0.60	0.70
ROE	11.47%	11%	17%	18%

资料来源: Ifind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 22-24 年收入分别为 6.54/7.91/9.55 亿元, 归属母公司净利润 1.41/2.40/2.94 亿元, 利润年增速分别为 -3.5%/+70%/+22.6%。每股收益 22-24 年分别为 0.35/0.60/0.73 元。

盈利预测情景分析

我们将公司未来三年的情形分为乐观、中性、悲观三种假设。乐观和悲观分别在中性假设基础上, 上调和下调收入的 5%, 得到预测结果对收入变动并不敏感。

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	630	653	655	798	972
(+/-%)	5.6%	3.6%	0.3%	21.8%	21.9%
净利润(百万元)	201	146	164	269	331
(+/-%)	34.0%	-27.3%	12.0%	64.4%	23.1%
摊薄 EPS	0.50	0.36	0.41	0.67	0.83
中性预测					
营业收入(百万元)	630	653	655	791	956
(+/-%)	5.6%	3.6%	0.3%	20.8%	20.8%
净利润(百万元)	201	146	141	240	294
(+/-%)	34.0%	-27.3%	-3.5%	70.0%	22.6%
摊薄 EPS (元)	0.50	0.36	0.35	0.60	0.73
悲观的预测					
营业收入(百万元)	630	653	655	784	939
(+/-%)	5.6%	3.6%	0.3%	19.8%	19.8%
净利润(百万元)	201	146	119	211	258
(+/-%)	34.0%	-27.3%	-18.7%	78.1%	22.2%
摊薄 EPS	0.50	0.36	0.30	0.53	0.65
总股本(百万股)	400	400	400	400	400

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所预测

◆ 估值

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 19.68-22.63 元

未来 10 年估值假设条件见下表:

表5: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	27.7%	5.6%	3.6%	0.3%	20.8%	20.8%	20.0%	18.0%
营业成本/营业收入	55.4%	52.2%	54.0%	53.5%	53.3%	53.1%	55.3%	55.3%
管理费用/营业收入	7.8%	6.2%	5.9%	6.7%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
销售费用/销售收入	9.1%	9.4%	9.7%	10.2%	9.6%	9.4%	9.3%	9.3%
营业税及附加/营业收入	5.3%	4.2%	3.9%	4.6%	4.3%	4.0%	4.0%	4.0%
所得税税率	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%
股利分配比率	8.5%	9.8%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所预测

表6: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.93	T	14.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.55%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	0.93
公司股价 (元)	18.65	Ke	8.55%
发行在外股数 (百万)	400	E/(D+E)	99.87%
股票市值 (E, 百万元)	7460	D/(D+E)	0.13%
债务总额 (D, 百万元)	10	WACC	8.55%
Kd	5.30%	永续增长率 (10年后)	3.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表7: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.4%	8.55%	8.8%	9.0%
永续 增长 率变 化	3.4%	24.47	23.34	22.29	21.32	20.42
	3.2%	23.69	22.63	21.64	20.73	19.89
	3.0%	22.97	21.97	21.05	20.19	19.38
	2.8%	22.31	21.37	20.49	19.68	18.92
	2.6%	21.69	20.80	19.97	19.20	18.48

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：20.96–23.96 元

公司凌志软件主营是对日软件开发服务以及国内软件开发解决方案为主，最终的客户大多为日本和国内的金融机构客户，在 A 股市场中，与公司业务完全一样的公司基本没有，因此我们选取了同在软件行业，且在金融 IT 领域中的公司作为可比公司，包括恒生电子、长亮科技、顶点软件。根据所选的可比公司，2022–2023 年的平均 PE 估值倍数分别为 78.8、37.7 倍，由于日元汇率正处于向上通道，且公司下游客户的 IT 需求较为旺盛，同时结合 AI 技术，公司有望实现降本增效，综合给予公司 2023 年 35–40 倍 PE 估值水平，对应股价为 20.96–23.96 元。

表8: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2022E	2023E	2022E	2023E
600570.SH	恒生电子	买入	47.25	897.75	0.66	0.99	71.6	47.7
300348.SZ	长亮科技	买入	12.00	87.78	0.11	0.30	109.1	40.0
603383.SH	顶点软件	未评级	49.89	85.45	1.03	1.41	48.4	35.4
	平均值						78.8	37.7
688588.SH	凌志软件	买入	18.65	74.60	0.35	0.60	52.9	31.1

资料来源：iFind，国信证券经济研究所预测 顶点软件的业绩预测来自于 iFind

◆ 投资建议：

综合上述几个方面，公司作为对日软件开发服务领域的领军企业，在日元汇率处于向上通道、疫情影响结束公司业务回归增长轨道等因素下，公司业务有望迎来触底反弹，同时公司业务和 AI 技术的结合有望为公司带来降本增效。我们预计 2022–2024 年的营收分别为 6.54/7.91/9.55 亿元，同比分别增长 +0%/21%/21%，归母净利润分别实现 1.41/2.40/2.94 亿元，同比分别增长 -3.5%/+70%/+22.6%，EPS 分别为 0.35/0.60/0.73 元元，PE 分别为 52.9/31.3/25.4 倍，结合相对和绝对估值法，我们取交集，未来一年的合理估值区间在 20.96–22.63 元，较当前股价溢价 12.4%–21.3%，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ 风险提示

日元汇率风险，下游客户 IT 需求不及预期的风险，宏观经济系统性风险，AI 技术进展不及预期的风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	456	514	570	675	801	营业收入	630	653	655	791	956
应收款项	87	99	108	130	157	营业成本	329	352	350	422	508
存货净额	6	4	9	11	14	营业税金及附加	3	3	3	5	6
其他流动资产	84	5	7	8	10	销售费用	26	25	30	34	38
流动资产合计	954	982	1055	1184	1342	管理费用	40	40	44	49	58
固定资产	200	201	201	201	201	研发费用	59	64	67	76	90
无形资产及其他	6	6	6	6	5	财务费用	7	57	46	(19)	(26)
投资性房地产	48	78	78	78	78	投资收益	44	31	20	20	20
长期股权投资	95	111	111	111	111	资产减值及公允价值变动	1	23	20	20	20
资产总计	1304	1378	1451	1581	1738	其他收入	(48)	(58)	(57)	(61)	(70)
短期借款及交易性金融负债	2	6	10	10	10	营业利润	223	171	164	279	341
应付款项	12	14	15	18	22	营业外净收支	0	(1)	0	0	0
其他流动负债	80	65	65	78	94	利润总额	223	170	164	279	341
流动负债合计	94	86	90	106	126	所得税费用	22	24	23	39	48
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	9	18	23	28	33	归属于母公司净利润	201	146	141	240	294
长期负债合计	9	18	23	28	33	现金流量表 (百万元)					
负债合计	102	104	113	134	159	净利润	201	146	141	240	294
少数股东权益	1	1	1	1	1	资产减值准备	(0)	0	0	0	0
股东权益	1200	1273	1337	1445	1578	折旧摊销	11	10	20	20	20
负债和股东权益总计	1304	1378	1451	1581	1738	公允价值变动损失	(1)	(23)	(20)	(20)	(20)
关键财务与估值指标						财务费用	7	57	46	(19)	(26)
每股收益	0.50	0.36	0.35	0.60	0.73	营运资本变动	(103)	37	(11)	(4)	(6)
每股红利	0.20	0.20	0.19	0.33	0.40	其它	0	(0)	(0)	(0)	(0)
每股净资产	3.00	3.18	3.34	3.61	3.94	经营活动现金流	107	169	130	235	288
ROIC	21.32%	12.15%	12%	22%	28%	资本开支	0	(32)	0	0	0
ROE	16.73%	11.47%	11%	17%	19%	其它投资现金流	(321)	(40)	0	0	0
毛利率	48%	46%	46%	47%	47%	投资活动现金流	(363)	(87)	0	0	0
EBIT Margin	27%	26%	24%	26%	27%	权益性融资	(6)	0	0	0	0
EBITDA Margin	29%	27%	27%	28%	29%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	6%	4%	0%	21%	21%	支付股利、利息	(80)	(80)	(77)	(131)	(161)
净利润增长率	34%	-27%	-3%	70%	23%	其它融资现金流	486	136	4	0	0
资产负债率	8%	8%	8%	9%	9%	融资活动现金流	320	(24)	(74)	(131)	(161)
股息率	1.1%	1.1%	1.0%	1.8%	2.2%	现金净变动	64	58	57	104	127
P/E	37.2	51.1	52.9	31.1	25.4	货币资金的期初余额	392	456	514	570	675
P/B	6.2	5.9	5.6	5.2	4.7	货币资金的期末余额	456	514	570	675	801
EV/EBITDA	41.3	42.4	42.1	33.8	27.6	企业自由现金流	0	160	147	192	234
						权益自由现金流	0	295	157	199	243

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032