

百度 (BIDU US)

百度 AI 开发者大会纪要：开放与赋能

- ❖ **AI 开发者大会：赋能、开放。**此次百度 AI 开发者大会关键词为开放、赋能。AI 蓝图已聚焦在两大具备应用场景的 DuerOS、Apollo 平台（前台）上，并以百度大脑+ABC 为底层技术架构（后台），通过平台开放、收购合作及基金成立，进而推动 AI 产品的加速落地与解决方案的呈现。其中，我们认为此期大会会有如下进展及亮点：1) 战略重心清晰，发力方向聚焦场景应用；AI 产品化、商业化加速；2) 内部人事倾斜利于业务高效运行；3) 开放态度助于公司丰富数据源、挖掘 AI 后市场盈利点。
- ❖ **DuerOS：语音交互产品加速落地，进展速度取决于场景应用。**我们认为 DuerOS 搭载的语音交互将是公司中短期实现 AI 商业化最便捷的渠道，归因于：1) 场景应用强。语音交互领域，国外市场已进入白热化竞争阶段，且预计 2020 年智能家居、车载、可穿戴设备中语音交互渗透率将分别达 27%、51%、68%。2) 高达 97%+ 的语音识别准确率、亿级数据、领先 NLP 技术让公司在语音交互的“听清”、“听懂”环节具备先天优势；3) DuerOS 产品阵营已拓展至音响、电视、冰箱等数十个应用领域，与芯片模组方案商、硬件厂商、内容资源方的合作助于其产品的加速落地与“满足”的触达。4) 并购（全资收购 KITTAI）与开放（开放平台+“小度之家 APP”）助于公司 AI 生态的补充、数据资源的反哺。参照近期国外智能产品的火热销售以及国内用户认知度的提升，我们长期看好公司切入物联网场景的商业化途径，但变现进展速度取决于场景应用的渗透、产业整体的普及与爆发。
- ❖ **Apollo：开放 1.0 平台，量产待产业发展。**Apollo 的核心技术框架由四层组成，其中公司开放软件及云服务平台，硬件及整车平台则仅提供参考方案及参考能力（e.g. 芯片、传感器、HMI 设备等），硬件集成与最终生产由汽车供应商采集。Apollo 1.0 推出，开放初始合作伙伴超 50 家，包括整车厂商 15 家。我们认为，公司在自动驾驶领域具备先发优势，拥有高精地图、庞大数据储备（Road Hackers）及丰富的本地生活服务（e.g. 天气、路况、娱乐等预装内容）构筑高进入壁垒。而 Apollo1.0 的开放，一方面能加快技术发展和产品迭代从而推动行业发展，另一方面，也有利于公司自身掌控数据入口、拓展汽车后市场，并进行数据的挖掘及增值服务的变现。对 Apollo 长期发展持乐观态度，但考虑自动驾驶行业整体发展（2019 年 L3~L4 智能驾驶乘用车占比将大幅提升；预计最早于 2020 年实现量产），我们认为该项技术在 2-3 年内依旧为投入期。
- ❖ **维持「持有」评级。**AI 为公司长期增长引擎，但鉴于中短期公司增速的企稳回升取决于信息流广告、爱奇艺的增量贡献及核心搜索主业的复苏，暂维持公司「持有」评级，目标价 188.1 美元，相当于 FY18 23x PE。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
调整后净利润(百万人民币)	35,051	11,632	15,047	19,272	23,270
调整后 EPADS (人民币)	14.5	4.9	6.3	8.1	9.7
EPADS 变动 (%)	148.9	-66.5	29.4	28.1	20.7
市盈率(x)	12.6	33.2	29.1	22.7	18.8
市帐率(x)	5.5	4.8	4.1	3.5	2.9
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率 (%)	41.9	12.6	14.0	15.2	15.5
净财务杠杆率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

持有（维持）

目标价	US\$188.1
潜在升幅	+3.0%
当前股价	US\$182.9

黄群

电话：(852) 3900 0889

邮件：sophiehuang@cmbi.com.hk

TMT 行业

市值(百万美元)	62,923
3 月平均流通量(百万美元)	472.2
5 周内股价高/低(美元)	198/156
总股本(百万)	347.3

资料来源：彭博

股东结构

Baillie Gifford	8.8%
Blackrock	4.4%
Capital Group	3.0%

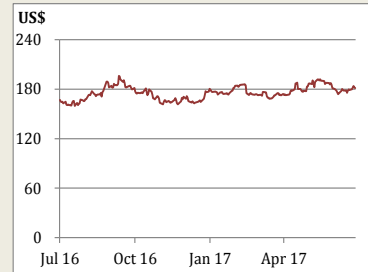
资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-2.3%	0.4%
3-月	5.2%	0.7%
6-月	2.8%	-8.7%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.baidu.com

AI 开发者大会：赋能、开放

围绕“开放、赋能”两大关键词，公司 AI 蓝图已聚焦在两大具备应用场景的 DuerOS、Apollo 平台（前台）上，并以百度大脑+ABC 为底层技术架构（后台），通过平台开放、收购合作及基金成立，进一步推动 AI 产品的加速落地与解决方案的展现。

图 1: 百度 AI 开放生态战略



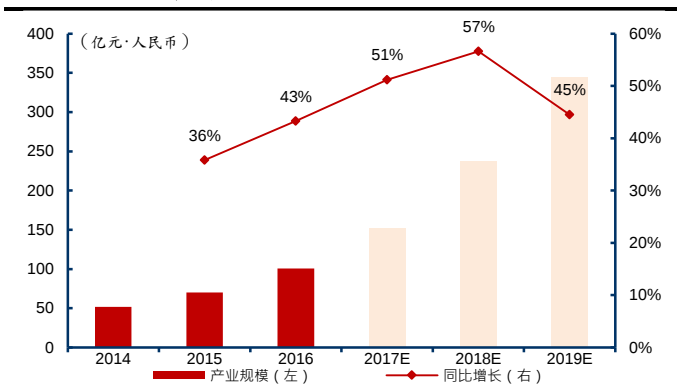
资料来源：百度 AI 大会 PPT

其中，我们认为此期大会有如下进展及亮点：

- 1) **战略重心清晰，发力方向明确。**AI 的商业化途径，是数据+算法+软硬件+场景，进而循环出更大的数据和价值。基于百度搜索大数据、高精地图优势，公司切入两大场景应用最广泛的语音交互及自动驾驶领域，一改以往独立分散式、实验研究式的产品研发风格，助于研发资源的集中发挥。
- 2) **内部人事倾斜助力业务高效运行。**AI 团队的整合和倾斜（以往两大 AI 团队或存在资源、数据非共享状态）利于业务高效运行。
- 3) **开放态度。**百度宣布开放 Apollo 和 DuerOS 两大平台和 60 项核心 AI 能力，助于公司丰富数据源、挖掘 AI 后市场盈利点。

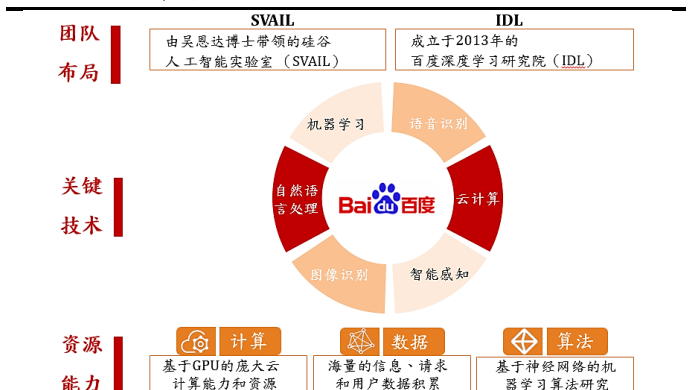
随着国外市场科技巨头相继涌入 AI 领域、AI 融资额持续攀升、专利申请数进入爆发期，我们认为国内 AI 产业将迎来更多消费级应用产品。在人工智能浪潮中，公司在 BAT 中最早进行 AI 研发投入，具备先发优势。凭借在技术（领先的大规模神经网络）、人才（2000+AI 核心研发人员）、数据（万亿级搜索数据、百亿级定位数据）三维度的前瞻布局，有望助力公司在后期 AI 产业发展中占据技术制高点。

图 2: 中国人工智能产业规模及预测



资料来源：艾媒咨询

图 3: 百度 AI 布局



资料来源：艾媒咨询，招银国际研究

图 4: 百度人工智能产品系列



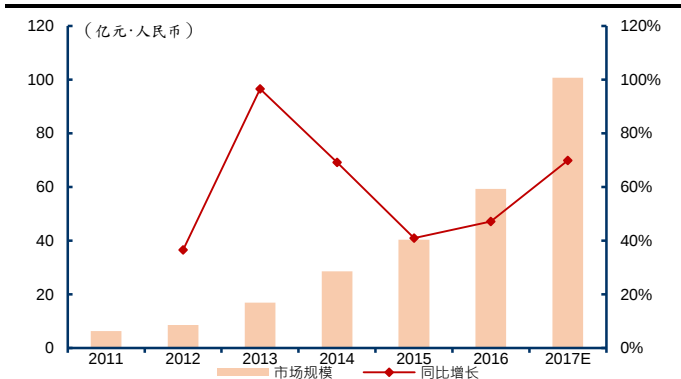
资料来源：艾媒咨询，招银国际研究

DuerOS：语音交互产品落地加速，变现路径清晰

行业春风：“技术突破+市场认知”驱动，车联网、家居、可穿戴设备风潮兴起加速语音交互落地

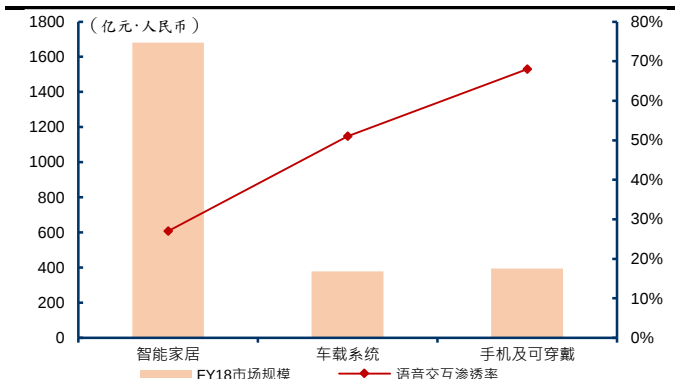
作为 AI 产业链的关键一环，语音交互技术在语音识别、语义理解、自然语言生成及合成上取得重大突破（e.g. 谷歌语音识别准确率突破 90%、冷唤醒、多轮对话提升）；而车联网、智能家居、可穿戴设备等垂直领域的需求攀升及加速渗透也助推语音交互从实验室走向商品化。根据 IDC 对语音对话在各行业渗透率的预测，到 2020 年，智能家居、智能车载、可穿戴设备渗透率将分别达 27%、51%、68%。国外市场对智能语音市场的争抢已进入白热化（e.g. Amazon Alexa, Google Assistant, Apple Siri, Microsoft Cortana）。

图 5: 中国语音交互产业规模及预测



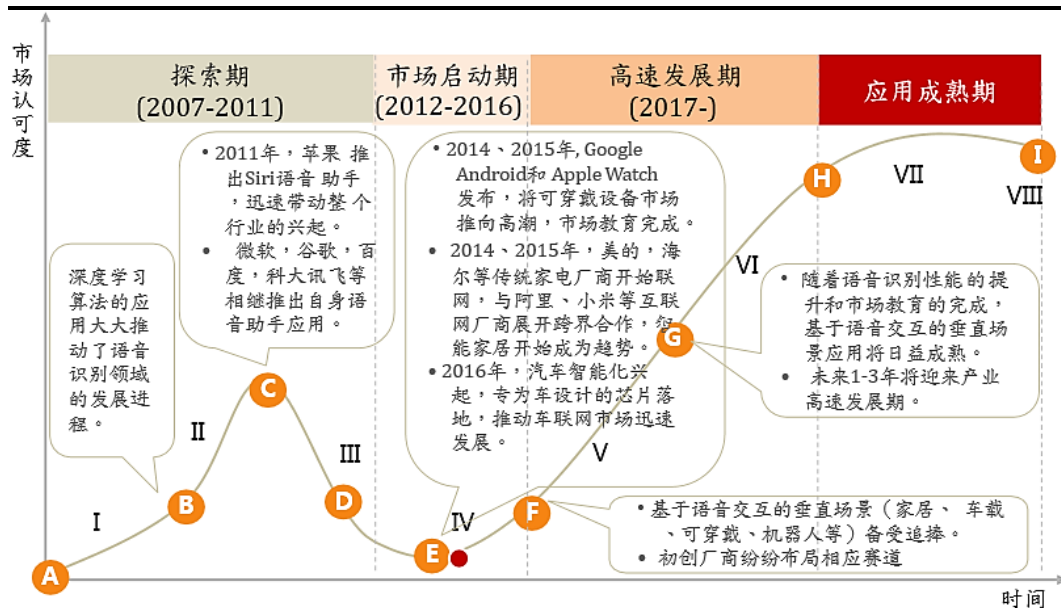
资料来源：易观、工信部

图 6: 语音交互渗透率及智能家居、车载、可穿戴市场规模



资料来源：IDC、易观数据

图 7: 中国智能语音市场 AMC 模型



资料来源：易观，招银国际研究

图 8: 国外科技巨头语音交互布局

公司	谷歌	苹果	微软	facebook	亚马逊	Nuance	IBM
深度学习算法	DeepMind	—	—	—	—	—	—
智能语音	SayNow(语音通信) PhoneticArts(语音合成)	—	—	Mobile Technologies (语音识别) Wit.ai(语音交互)	Yap(语音转文本), Evi(语音垂直搜索), Ivona Software(文本转语音)	收购一系列医疗、车载信息和客服呼叫中心解决方案等领域的公司	Cognea (认知计算和对话式AI公司)
自然语言处理	Wavii (新闻阅读应用开发商)	VocallQ(改善人机交互的语言处理), Emotient(面部表情分析和情绪测定)	—	—	—	—	Aichemy API (自然语言能力云平台)
家居	Google Home	Apple TV	与Insteon合作	—	Echo	—	—
车载	Google Map	CarPlay	—	—	—	声龙驾驶语音助手	—
可穿戴设备	Google Glass	Apple Watch	Hololens	Oculus Rift	—	—	—
虚拟助手 (移动应用)	Google Assistant, Google Now, 输入法, Google Translate	Siri	小冰, Cortana	机器人助理M项目 计划 Money Penny	—	与苹果合作, 推出Siri; 手机OEM (移动语音应用程序)	人脑模拟芯片 SyNAPSE
医疗	—	HealthKit (移动医疗应用平台)	—	—	—	语音转写、实时听写医疗解决方案	Watson
开放平台	—	—	—	—	—	—	—
—	开源Tensorflow, 开放语音识别API 开放自然语言理解软件 SyntaxNet的源代码	—	开源AI平台 Project Malmo	开源 Torchnet, 以及 Torch Software AI 软件	开源深度学习和机器学习工具 DSSTNE	—	通过Apache基金会开放System ML的源代码, Watson平台

资料来源：易观，招银国际研究

图 9: 国内科技巨头语音交互布局

公司		百度	阿里巴巴	腾讯	搜狗
解决方案 (应用层)	家居	Baidu ihome	天猫魔盒	---	魅族电视盒子 (搭载搜狗语音技术)
	车载	百度CarLife 百度CoDriver 百度MyCar	阿里云和上汽合作 研发车载操作系统	路宝APP+路宝盒子	飞歌导航(和四维图新合作)
	可穿戴设备	百度Inside智能硬件平台, Dulife智能健康平台, 百度手表应用	---	---	---
	虚拟助手 (移动应用)	度秘	阿里小蜜	---	搜狗语音助手
	机器人	小度机器人	---	微宝机器人, 虚拟机器人Dream Writer	---
语音生态系统	系统	Deep Speech (深度识别系统)	YunOS 操作系统	腾讯云智能语音服务, 第三代机器学习计算平台 Angel(2017年全面开源)	---
	平台	开源PaddleAI平台, 百度语音开放平台	---	语音识别开放平台	搜狗语音于开放平台

资料来源：易观，招银国际研究

DuerOS：集数据、技术先天优势，打造类 AI 时代的安卓

DuerOS 将通过开放语音生态系统（智能设备开放平台、对话核心体系及技能开放平台），将语音技术植入硬件，逐步渗透到家居、车载领域，并实现语音交互的“听清、听懂、满足”三要素。目前公司在“听清”、“听懂”环节具备先天优势：1) “听清”方面：百度的语音识别准确率达 97% 以上，百度深度语音识别系统 Deep Speech2 入选 MIT 2016 十大突破性技术。此外，逐步推进麦克风阵列、回声消除、波束成型、语音唤醒、人像识别等技术。2) “听懂”方面：数据多、技术深是听懂用户、打造对话的必然条件。数据层面，公司拥有亿级用户请求、十亿级的知识图谱实体、语音调用和音频数据、千亿的图片和网页等数据；技术层面，公司在深度学习、自然语言处理技术、多轮对话技术、搜索技术等方面具有深厚的实践经验。3) 而在“满足”层面，我们认为公司产品多为垂直式交互（而非类通用型交互），后期对真实场景的满足尚待更多语境对话的补充及终端设备的连接。

具体措施：收购与开放

全资收购 KITT.AI，进行技术融入。KITT.AI 专注于语音唤醒和自然语言理解，以“热词检测”产品 Snowboy 起家，并开发了对话引擎 ChatFlow，通过集成聊天模块开放代码部署，将开发者的聊天机器人部署到 Facebook Messenger、Telegram 和亚马逊 Alexa 等各个平台。KITT.AI 于 2017 年 1 月入选了 CB Insights 公布的“最值得关注的 100 家人工智能公司”，曾获得亚马逊 Alexa 和 AI2 的投资。

开放平台+“小度之家 APP”。两大协议（DCS+DBF）连通 DuerOS 开放平台，为开发者提供软硬件一体化方案，包括个人版、轻量版、标准版及一体化参考设计等，能够低成本、方便灵活地满足各个类型厂商和开发者不同层次的需求。此外，DuerOS 还推出“小度之家 APP”，方便用户实现智能设备的统一管理、设置支付方案、共享 AI 资源及内容，也让开发者能够自定义开发新的技能。

图 10: DuerOS 开发的三个层面



资料来源：百度 AI 大会 PPT

产品落地：链接“物联网”，后期增值服务待挖掘

DuerOS 产品阵营已包括音响、电视、冰箱、机器人、玩具、车载、移动设备、手机、耳机等硬件设备。合作伙伴包括:1) 芯片模组方案商, 如英特尔、英伟达、科胜讯等; 2) 硬件厂商, 如哈曼、海尔、HTC、联想等; 3) 内容资源方, 如喜马拉雅、蜻蜓 FM、懒人听书等。

图 11: 小鱼在家分身鱼



资料来源: 百度 AI 大会产品展示

图 12: Armoto 儿童社交机器人



资料来源: 百度 AI 大会产品展示

图 13: Development kit lite 版



资料来源: 百度 AI 大会产品展示

图 14: 联想智能音箱小度定制版

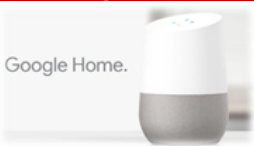


资料来源: 百度 AI 大会产品展示

产品案例分析：“分身鱼 2”

近期与小鱼到家合作发布的“分身鱼 2”产品，搭载了百度 DuerOS 系统，在语音交互、百科问答等方面实现扩展升级。有别于 Amazon Echo/Google Home 等智能音箱产品，分身鱼 2 切入“家庭陪伴”需求，主打视频通话、手机远程遥控。参照 Amazon Echo 近期的火热销售（2016 年前 9 个月销售超过 200 万台）以及用户对于该类产品认知度的提升，我们长期看好公司切入智能家居场景的 AI 商业化途径，后期财务贡献有待产业整体的普及与爆发。

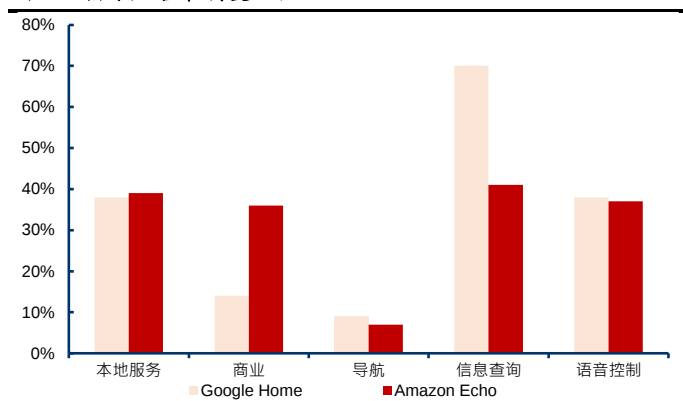
图 15: 主要智能音箱比较

	Google Home	Amazon Echo	分身鱼 2
外观设计			
系统	Google Home	Alexa	Duer OS
发布时间	2016年11月	Echo:2015年6月； Echo Dot:2016年10月	2017年1月
定义	智能音箱	智能音箱	视频通话机器人
价格	129美元	180美元（Dot 50美元）	3,299人民币
语音命令	支持	支持	支持
实时待机激活	支持	支持	支持
音乐流媒体的选择	Google Play Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn 等	Amazon Prime Music, Spotify, Pandora, iHeartRadio, TuneIn 等	QQ音乐等，语音搜索500W歌曲
智能家居第三方对接	Nest, Coway 等包括灯控、温控器、开关三大类以及其他第三方对接产品	Nest, Ecobee, SmartThings, Insteon, Tap, Fire TV 等超过 1000 种智能家居产品	NA
立体声输出	通过 Chromecast 支持	Echo, Tap 都不支持；Amazon Dot 支持	支持；且加入 DSP 音效增强
多房间多设备同步播放	通过 Chromecast 支持	不支持	支持；可远程管理，4 方同屏
亮点功能	日历、购物清单、计划表、飞机航班查询、快递查询	日历、购物清单、计划表、飞机航班查询、快递查询	闹钟提醒、天气预报、语音电话、百科问答、头条新闻、购物、健康养生
预测销量	NA	2016年:520万台	NA

资料来源：各产品官网，招银国际研究

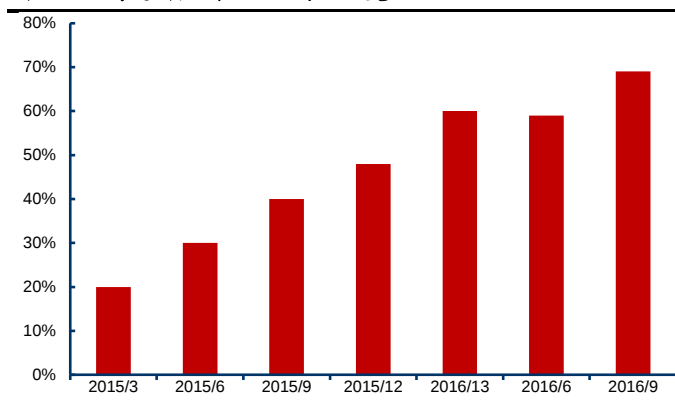
备注：Echo 2016 年预测销量参考 CIRP 报告

图 16: 指令应答准确度比较



资料来源：Loup Ventures

图 17: 亚马逊用户对 Echo 的认知变化



资料来源：CIRP，招银国际研究

Apollo：开放 1.0 平台，量产待长期发展

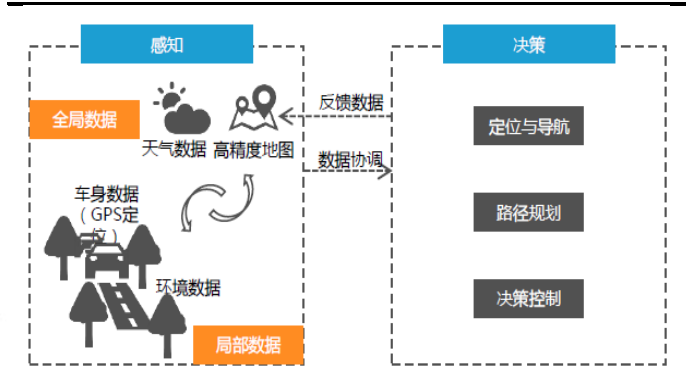
自动驾驶场景需求强，但面市及普及仍需时间。目前我国智能驾驶乘用车大部分处于 L1~L2 等级，结合易观及产业预判，预计至 2019 年 L3~L4 智能驾驶乘用车占比将大幅提升，最早于 2020 年实现量产。自动驾驶场景需求强，但 L4~L5 类产品的面市及普及，还取决于技术成熟、硬件成本控制与相关法律监管机制的配合。

图 18: 自动驾驶预期周期



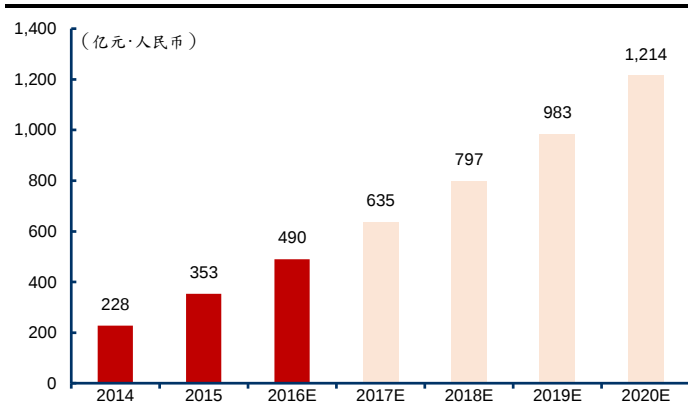
资料来源：亿欧智库

图 19: 自动驾驶运行机制



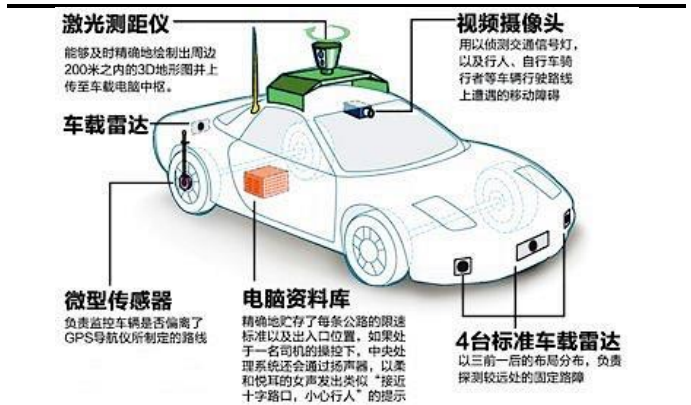
资料来源：CIRP，招银国际研究

图 20: 中国智能驾驶市场规模及预测



资料来源：易观智库

图 21: 自动驾驶车辆结构示意图

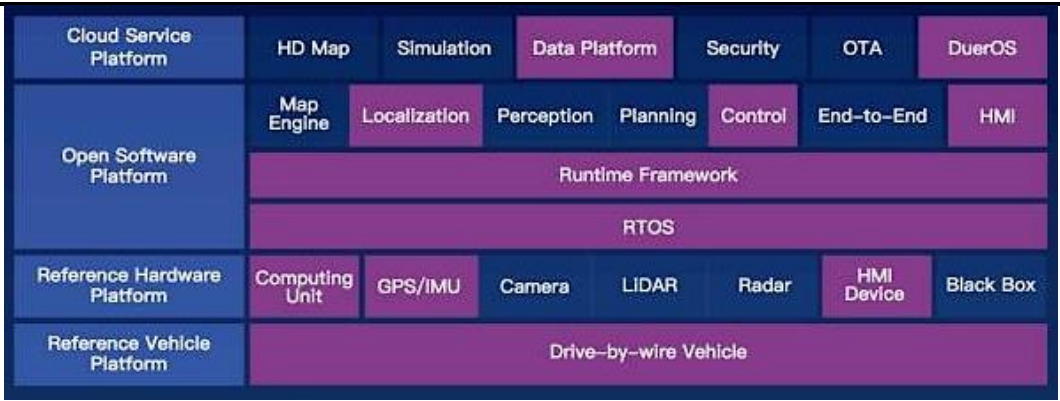


资料来源：百度百科

Apollo 1.0 推出，开放初始合作伙伴超过 50 家，包括 15 家整车厂商（如奇瑞、一汽、长安、长城、博世、大陆等）、集成制造商、芯片厂商、传感技术企业、研究机构等。Apollo 的核心技术框架由四层组成，其中公司开放软件及云服务平台，硬件及整车平台则仅提供参考方案以及参考能力（e.g. 芯片、传感器、HMI 设备等），硬件集成与最终生产由汽车供应商采集。

基于自动驾驶的感知与决策两大阶段，其产业发展高度依赖精密地图、全局数据，及硬件和芯片的成本和功耗，车辆控制系统。我们认为，公司在自动驾驶领域具备先发优势，其拥有的高精地图、庞大数据储备（Road Hackers）及丰富的本地生活服务（e.g. 天气、路况、娱乐等预装内容）帮助其构筑高壁垒。而 Apollo1.0 的开放，一方面能加快技术发展和产品迭代从而推动行业发展，另一方面，也有利于公司自身掌控数据入口、拓展汽车后市场，并进行用户数据和行车轨迹的挖掘及增值服务变现。

图 22: Apollo 技术框架



资料来源：百度 AI 大会 PPT

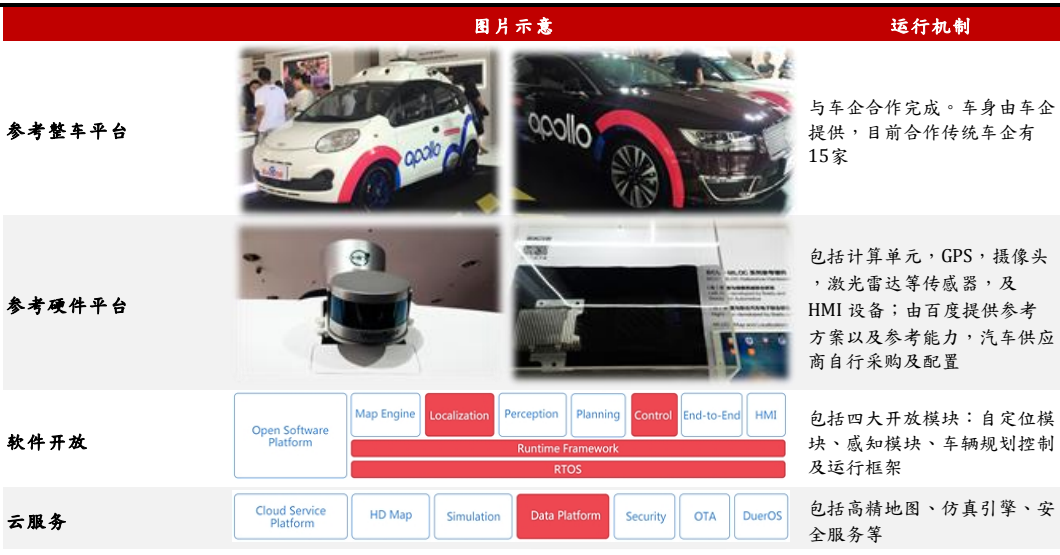
备注：紫色部分为 Apollo1.0 开放部分

图 23: Apollo 开放路线图



资料来源：百度 AI 大会 PPT

图 24: Apollo 开放运行机制



资料来源：百度 AI 大会产品展示及 PPT 整理

此外，公司在市场关注的成本及应用场景层面已逐步改进并提前布局：

- 1) **硬件成本制约**。参考目前公司 L4 汽车配置，我们初步了解到其传感器中 Velodyne 64 线激光雷达成本约 50 万，车身两旁 16 线激光雷达约 5 万。虽然有别于谷歌的自制激光雷达（成本下降 90%至 7500 美元），但公司已于 2016 年 8 月投资 Velodyne，助于后期合作及产业链补充。此外，我们认为一旦自动驾驶进入量产阶段，传感器等相关硬件的成本将大幅下降（订单数量决定定价）。
- 2) **应用场景**。自动驾驶的应用场景集中在：高速公路行驶、自动代客泊车及卡车/商用车自动驾驶。而公司已迅速布局相关场景，如投资货车帮。

Apollo 已开放封闭场地的自动驾驶能力，预计于 2017 年底，输出在城市简单路况下的自动驾驶能力；并于 2020 年底前逐步开放至高速公路和普通城市道路上的全自动驾驶。结合自动驾驶产业整体发展速度，我们认为该项技术将最早于 2-3 年后逐渐贡献财务回报。

利润表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	66,382	70,549	85,688	101,423	115,600
网络营销	64,037	64,525	75,763	86,343	94,885
其他	2,345	6,024	9,924	15,080	20,715
销售成本	(27,458)	(35,279)	(39,930)	(46,148)	(51,673)
毛利	38,924	35,270	45,757	55,276	63,927
研发费用	(10,176)	(10,151)	(12,425)	(14,808)	(16,993)
销售及行政管理费用	(17,076)	(15,071)	(17,138)	(19,778)	(21,964)
股权支付支出	-	-	-	-	-
经营利润	11,672	10,049	16,195	20,690	24,970
利息收入	2,363	2,342	3,125	3,699	4,216
利息支出	(1,041)	(1,158)	(1,138)	(1,138)	(1,138)
外汇汇兑损失/收益	182	508	-	-	-
权益法投资收益(亏损)	4	(1,026)	(130)	(130)	(130)
其他	24,728	3,793	-	-	-
税前利润	37,907	14,509	18,052	23,121	27,917
所得税	(5,474)	(2,914)	(3,005)	(3,849)	(4,647)
非控股股东权益	(1,232)	(37)	-	-	-
净利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
NonGAAP调整	1,387	1,587	-	-	-
NonGAAP净利润	33,819	13,183	15,047	19,272	23,270

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	69,620	82,239	85,345	89,571	94,730
物业、厂房及设备	10,627	11,294	13,781	16,995	20,750
长期投资	37,959	45,690	45,690	45,690	45,690
土地租赁费用	-	-	-	-	-
无形资产	18,730	19,214	19,834	20,847	22,250
其他	2,304	6,039	6,039	6,039	6,039
流动资产	78,234	99,759	115,477	135,573	158,173
现金及现金等价物	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088
应收贸易款项	3,927	4,109	4,930	5,835	6,651
存货	-	-	-	-	-
关连款项	1,941	346	346	346	346
其他	64,250	84,434	84,434	84,434	84,434
流动负债	26,103	46,102	49,880	54,930	59,418
借债	1,075	4,583	4,583	4,583	4,583
应付贸易账款	23,260	34,686	38,464	43,513	48,001
应付税项	-	-	-	-	-
关连款项	786	459	459	459	459
其他	982	6,374	6,374	6,374	6,374
非流动负债	41,483	43,645	43,645	43,645	43,645
长期负债	33,942	34,471	34,471	34,471	34,471
递延税项	3,441	3,589	3,589	3,589	3,589
其他	4,100	5,585	5,585	5,585	5,585
少数股东权益	12	(23)	(23)	(23)	(23)
上市公司股东权益	80,256	92,274	107,320	126,593	149,863
净资产总值	80,268	92,250	107,297	126,570	149,840

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
年度利润	32,432	11,596	15,047	19,272	23,270
折旧和摊销	5,837	8,244	8,013	9,119	10,855
营运资金变动	4,237	5,638	2,957	4,144	3,672
其他	(23,084)	(3,219)	-	-	-
经营活动所得现金净额	19,422	22,258	26,018	32,535	37,797
购置固定资产、无形资产及土地	(7,722)	(10,484)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
联营公司	(3,874)	275	-	-	-
其他	(19,676)	(25,702)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(31,272)	(35,911)	(11,120)	(13,344)	(16,013)
资本变化	(2,624)	837	-	-	-
净银行借贷	10,506	3,252	-	-	-
股息	(59)	(53)	-	-	-
其他	134	10,554	-	-	-
融资活动所得现金净额	7,957	14,591	-	-	-
现金增加净额	(3,893)	939	14,897	19,191	21,784
年初现金及现金等价物	13,853	9,960	10,898	25,796	44,987
汇兑	179	144	-	-	-
年末现金及现金等价物	9,960	10,898	25,796	44,987	66,771
受限制现金	96	318	318	318	318
资产负债表中的现金	10,056	11,216	26,113	45,304	67,088

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
网络营销	96.5	91.5	88.4	85.1	82.1
其他	3.5	8.5	11.6	14.9	17.9
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)					
收入	35.3	6.3	21.5	18.4	14.0
毛利	29.0	(9.4)	29.7	20.8	15.7
经营利润	(8.8)	(13.9)	61.2	27.8	20.7
调整后净利润	164.9	(64.2)	29.8	28.1	20.7
盈利能力比率 (%)					
毛利率	58.6	50.0	53.4	54.5	55.3
税前利率	57.1	20.6	21.1	22.8	24.1
有效税率	14.4	20.1	16.6	16.6	16.6
净利润率	48.9	16.4	17.6	19.0	20.1
调整后净利润率	50.9	18.7	17.6	19.0	20.1
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.0	2.2	2.3	2.5	2.7
平均应收账款周转天数	20.9	20.8	21.0	21.0	21.0
平均应付账款周转天数	237.1	296.5	296.5	296.5	296.5
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/总权益比率 (%)	31.1	30.2	12.1	净现金	净现金
回报率 (%)					
NonGAAP资本回报率	43.7	14.3	14.0	15.2	15.5
NonGAAP资产回报率	22.9	7.2	7.5	8.6	9.2
每股数据					
NonGAAP每股盈利(美元)	14.7	4.6	6.3	8.1	9.7
每股股息(美元)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2,291.1	2,654.1	3,087.1	3,641.6	4,311.1

来源: 公司及招银国际研究部预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。