



# 中性

# 传媒互联网行业 2018 年半年报综述

行业整体进入发展成熟期，静待政策环境变化

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
顺网科技	300113.SZ	15.39	买入
视觉中国	000681.SZ	29.12	增持
平治信息	300571.SZ	61.38	买入
芒果超媒	300413.SZ	37.27	买入
分众传媒	002027.SZ	8.45	买入
光线传媒	300251.SZ	8.19	增持
金科文化	300459.SZ	7.82	买入
三七互娱	002555.SZ	9.80	增持
华策影视	300133.SZ	9.52	买入
新经典	603096.SH	74.24	增持
完美世界	002624.SZ	24.13	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2018 年 9 月 3 日当地货币收市价为标准

## 主要催化剂/事件

行业政策开始宽松，部分利好政策落地。

## 相关研究报告

《传媒互联网 2018 年中期策略》20180625

《传媒互联网 2017 年报综述》201800504

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

## 传媒

刘昊涯

(021)20328304

haoya.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080006

2018 年上半年传媒行业整体营业总收入同比增速为 14.8%，表现好于 A 股全市场水平；归母净利润方面，传媒行业整体同比增速为 5.9%，表现低于创业板及 A 股全市场。盈利能力方面，2018 年上半年传媒板块整体毛利率为 31.4%，整体净利率为 13.5%，与 2017 年同期基本持平，大部分企业开始保持稳健的经营态势。

## 支撑评级的要点

- **游戏板块增速大幅放缓。**2018 年上半年受游戏版号审批暂停的影响，游戏行业新游上线数量大幅减少，因此游戏行业上市公司整体增速下滑较为明显。成熟游戏的稳定运营使得整体毛利率和净利率较 2017 年同期有所提升。2018 年国内游戏市场整体进入成熟发展阶段，部分上市公司由于充足的新游储备及并购业务和原有业务产生良好协同继续维持较高的增速。
- **传统营销公司由于受到行业整体增速回升的影响 2018 年上半年业绩有所回升。**虽然业绩有所回升但是整体毛利率和整体净利率继续同比下降，部分龙头上市公司呈现“增收不增利”的业绩表现。分众传媒作为楼宇广告媒体龙头上市公司，在细分领域仍拥有绝对的市场优势，同时依靠对费用的严格控制拥有稳定的发展增速。
- **行业竞争程度加剧影响院线类上市公司的业绩水平。**院线类上市公司发展增速在 2018 年上半年呈现大幅放缓的态势。院线市场规模的扩张、影院数量的持续增长加剧了影院经营的竞争程度，单影院的产出在 2018 年上半年逐步下滑。票房收入的毛利率普遍较低的情况下，未来如何提升非票房业务收入将成为影院运营建设的关键。
- **影视内容发展较为平稳。**主要影视制作公司 2018 年上半年业绩发展较为平稳，部分上市公司如光线传媒确认了大额投资收益使得业绩大幅提升。视频网站的加速发展带动了影视行业对精品电视剧内容的需求，精品化成为未来发展的主流趋势。在电视剧行业环境逐渐改善的趋势下，部分有较强内容制作能力的电影公司也开始布局网剧投资制作。
- **出版行业的发展增速持续下滑。**2018 年上半年出版行业业绩增速出现负增长，整体毛利率和净利率与 2017 年同期基本持平，行业整体进入发展中后期阶段。上半年国家针对出版行业的增值税减免政策尚未落地，使得部分出版企业的新品书刊发行出版计划推迟，对公司的营收及净利润增速有着较大影响。

## 评级面临的主要风险

- 文化行业政策管控力度继续加强，部分子行业竞争环境持续恶化。

## 重点推荐

- 我们认为在行业发展中期，部分龙头上市公司依靠核心竞争力有望保持业绩稳定性，推荐分众传媒、视觉中国、华策影视、顺网科技、光线传媒和芒果超媒。

## 目录

概况.....	5
市场概况.....	5
半年报概况称述：行业发展趋于成熟，业绩增速出现探底回升迹象.....	6
<b>各子板块业绩汇总——部分子行业受政策影响较大，整体业绩增速趋缓</b> .....	<b>11</b>
游戏板块：增速较去年大幅回落，行业整体发展趋于稳定.....	12
广告营销行业：传统营销媒体业绩增速回升，分众传媒生活圈媒体稳健扩张.....	16
电影院线板块：院线扩张加剧市场竞争程度，非票房业务成为发展核心 ..	19
影视内容制作：行业平稳增长，精品剧制作成为发展核心.....	23
传统出版媒体板块：传统媒体业绩大幅下滑，民营出版公司稳健增长.....	26
<b>总结.....</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图表 1. 年初至今各行业板块收益表现.....	5
图表 2. 各主要指数年初至今表现情况.....	5
图表 3. 各行业板块最新动态市盈率情况.....	6
图表 4. 2016H1-2018H1 年传媒板块上市公司整体业绩变化.....	6
图表 5. 2016H1-2018H1 三大板块营业总收入同比增速.....	7
图表 6. 2016H1-2018H1 三大板块归母净利润同比增速.....	7
图表 7. 2016H1-2018H1 三大板块扣非归母净利润同比增速.....	7
图表 8. 2016Q1-2018Q2 板块 ROE 变化情况.....	7
图表 9. 2014-2018 年 6 月 A 股整体并购规模及数量.....	8
图表 10. 2014-2018 年 6 月传媒板块并购数量.....	8
图表 11. 2016H1-2018H1 年传媒板块投资收益占比情况.....	8
图表 12. 2016H1-2018H1 传媒板块毛利率和净利率对比.....	9
图表 13. 2016H1-2018H1 传媒板块期间费用变化情况.....	9
图表 14. 2016Q1-2018Q2 传媒板块营业收入单季度同比表现.....	9
图表 15. 2016Q1-2018Q2 传媒板块净利润单季度同比表现.....	10
图表 16. 2016Q1-2018Q2 传媒板块净利润单季度环比表现.....	10
图表 17. 2018 年上半年主要传媒公司营业收入区间分类.....	11
图表 18. 归母净利润区间分类.....	11
图表 19. 归母净利润同比增速区间分类.....	11
图表 20. 传媒分行业 2018 年上半年业绩情况.....	12
图表 21. 2016H1-2018H1 营收同比增速对比.....	12
图表 22. 2016H1-2018H1 归母净利润同比增速对比.....	12
图表 23. 2016Q1-2018Q2 游戏类上市公司营收及净利润同比增速变化.....	13
图表 24. 2016Q1-2018Q2 游戏类上市公司营收及净利润环比增速变化.....	13
图表 25. 2015-2017 年传媒板块毛利率及净利率变化.....	13
图表 26. 2018 年上半年游戏市场实际销售收入.....	14
图表 27. 2018 年上半年游戏用户规模水平.....	14
图表 28. 2018 年上半年移动游戏市场实际销售收入.....	15
图表 29. 2018 年上半年端游销售收入.....	15
图表 30. 2018 年上半年网页游戏销售收入.....	16
图表 31. 2018 年上半年中国自研游戏海外市场销售收入.....	16
图表 32. 2016H1-2018H1 营收同比增速对比.....	17
图表 33. 2016H1-2018H1 归母净利润同比增速对比.....	17

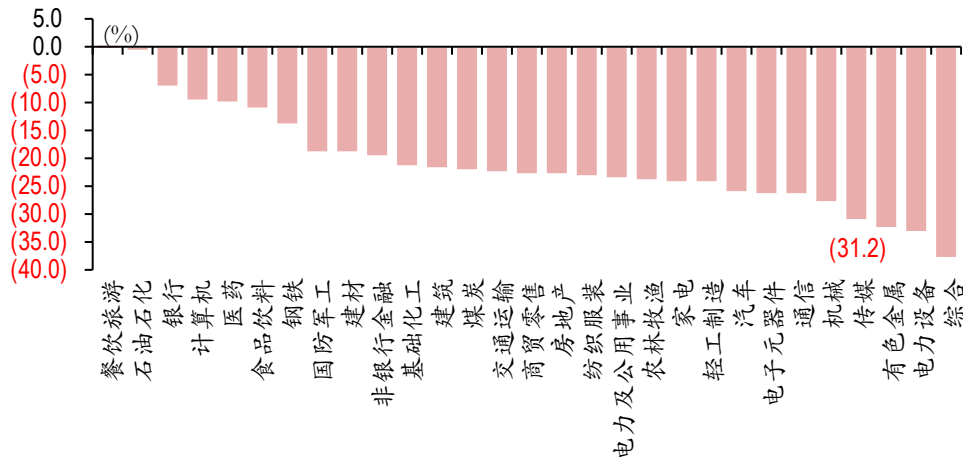
图表 34. 2016Q1-2018Q2 营销类上市公司单季度营收及净利润同比增速变化	17
图表 35. 2016H1-2018H1 广告营销公司盈利能力情况	17
图表 36. 2016H1-2018H1 年媒体和传统广告刊例花费增幅	18
图表 37. 2017H1 和 2018H1 各媒介广告刊例花费变化	18
图表 38. 公司分业务营收变化	19
图表 39. 公司 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化	19
图表 40. 2016H1-2018H1 子板块营收及净利润同比增速变化	20
图表 41. 2016Q1-2018Q1 子板块营收及归母净利润环比增速变化	20
图表 42. 2016H1-2018H1 年子板块毛利率和净利率变化	20
图表 43. 2018 年上半年 1-6 月票房及观影人次	21
图表 44. 2017H1 和 2018H1 单周票房同比变化情况	21
图表 45. 2012-2018 年一季度影院及屏幕数量	22
图表 46. 2017H1-2018H1 各线城市票房占比变化	22
图表 47. 2018 年上半年单周各线城市票房贡献率情况	23
图表 48. 2017H1-2018H1 主要院线上市公司业务营收情况及毛利率对比	23
图表 49. 2016H1-2018H1 营收和净利润增速变化	24
图表 50. 2016H1-2018H1 营收和净利润增速变化 (不含光线)	24
图表 51. 2016Q1-2018Q2 子板块营收及归母净利润同比增速情况	24
图表 52. 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化	24
图表 53. 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化 (不含光线)	24
图表 54. 2016H1-2018H1 影视公司应收账款情况 (亿元)	25
图表 55. 2016H1-2018H1 影视公司现金及等价物情况 (亿元)	25
图表 56. 2018 年主要影视剧公司电视剧内容拍摄投资计划	26
图表 57. 公司 2016H1-2018H1 营收和净利润同比增速变化	27
图表 58. 公司 2016Q1-2018Q2 单季度季度营收和净利润增速	27
图表 59. 2016H1-2018H1 年传统出版媒体毛利率及净利率变化	27
图表 60. 2018 年上半年图书零售市场细分品类占比情况	28
图表 61. 2017 年上半年和 2016 年图书细分品类销售增速变化	28
附录图表 62. 报告中提及上市公司估值表	30

## 概况

### 市场概况

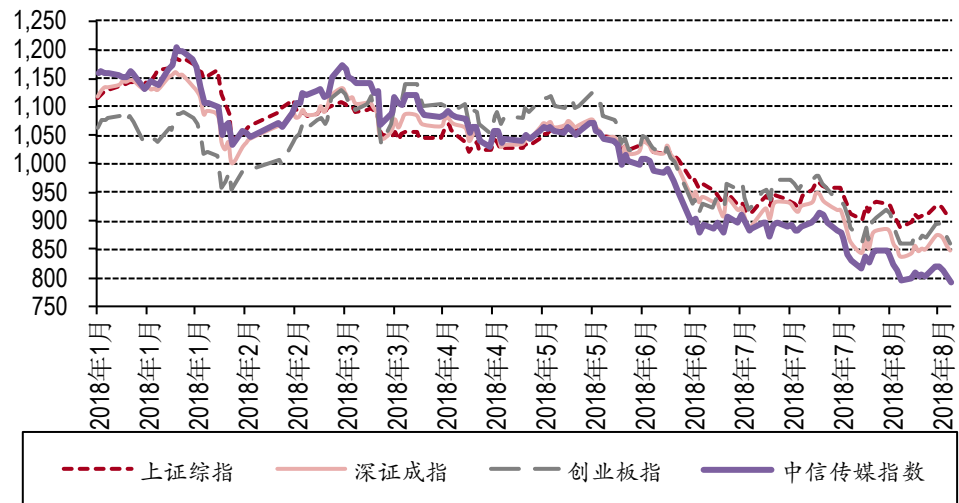
截至8月底，中信传媒指数下跌31.2%，板块表现弱于上证综指（下跌17.95%），弱于创业板指数（下跌18.31%）。年初至今，大部分细分子版块均出现不同程度的整体回撤，仅餐饮旅游保持略微增长，传媒板块涨跌幅位于全行业后半段。

图表 1. 年初至今各行业板块收益表现



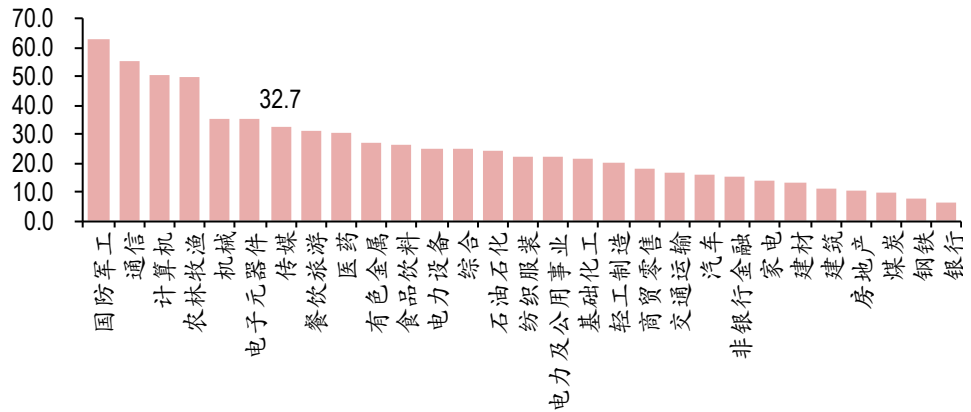
资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 各主要指数年初至今表现情况



资料来源：Wind，中银证券

估值方面，传媒板块动态市盈率（TTM）位于行业前列，虽然板块连续三年出现大幅回撤，但是业绩增速的同比放缓使得传媒板块的市盈率仍然处于较高的水平。

**图表 3. 各行业板块最新动态市盈率情况**


资料来源: Wind, 中银证券

### 半年报概况综述：行业发展趋于成熟，业绩增速出现探底回升迹象

我们整理了传媒板块 135 家上市公司经营数据，剔除了乐视网、ST 巴士、上海钢联等业绩表现特殊的上市公司。

**图表 4. 2016H1-2018H1 年传媒板块上市公司整体业绩变化**

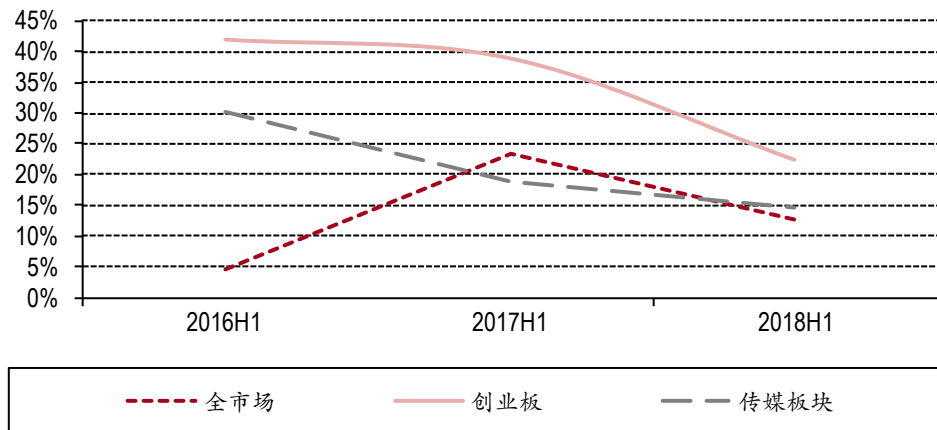
(%)	2016H1	2017H1	2018H1
营业总收入	30.0	18.9	14.8
归母净利润	37.9	28.8	5.9
扣非后归母净利润	52.5	25.1	1.7
毛利率	33.78	33.11	31.39
净利率	13.49	14.61	13.49
销售费用率	9.42	8.74	8.37
管理费用率	9.90	10.02	9.71
财务费用率	0.30	0.41	0.67
应收账款周转率	2.4	2.2	2.0
应付账款周转率	1.9	1.9	1.8
商誉总额同比增速	137.8	20.0	12.9
资产减值损失同比增速	23.1	-18.8	15.4

资料来源: Wind, 中银证券

注: 剔除乐视网、ST 巴士、上海钢联

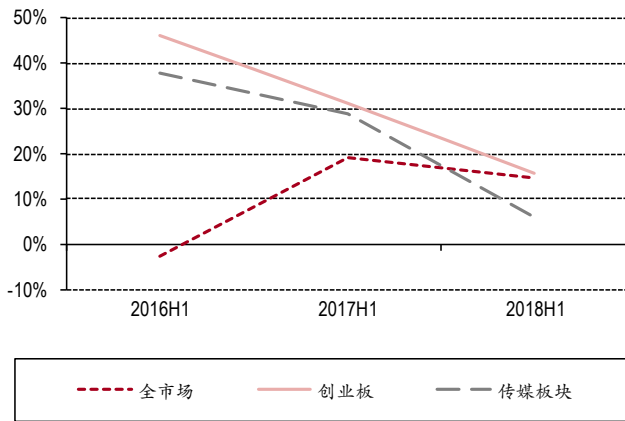
自 2018 年开始，传媒板块整体增速已经趋于稳定。数据显示，2018 年上半年传媒行业整体营业总收入同比增速为 14.8%，较 2017 年同期下降 4.1 个百分点，表现好于 A 股全市场水平；归母净利润方面，传媒行业整体同比增速为 5.9%，增速同比下滑 22.9 个百分点，表现低于创业板及 A 股全市场；扣非后归母公司净利润方面，传媒行业整体同比增速为 1.7%，增速同比下滑 23.4 个百分点，表现依旧低于创业板及 A 股全市场。可以看出，传媒板块整体上半年的盈利能力在下降，处于“增收不增利”的阶段。

图表 5. 2016H1-2018H1 三大板块营业总收入同比增速



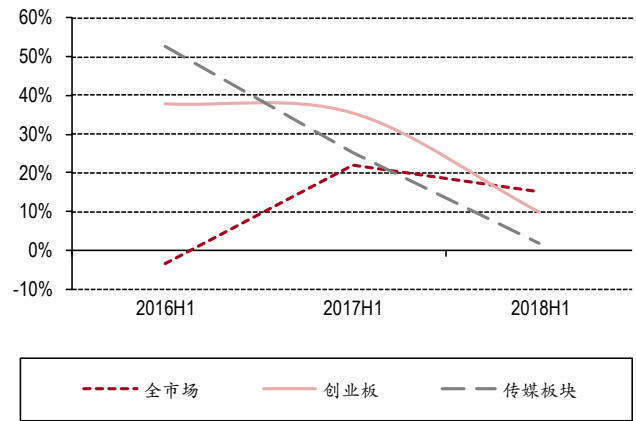
资料来源: Wind, 中银证券

图表 6. 2016H1-2018H1 三大板块归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

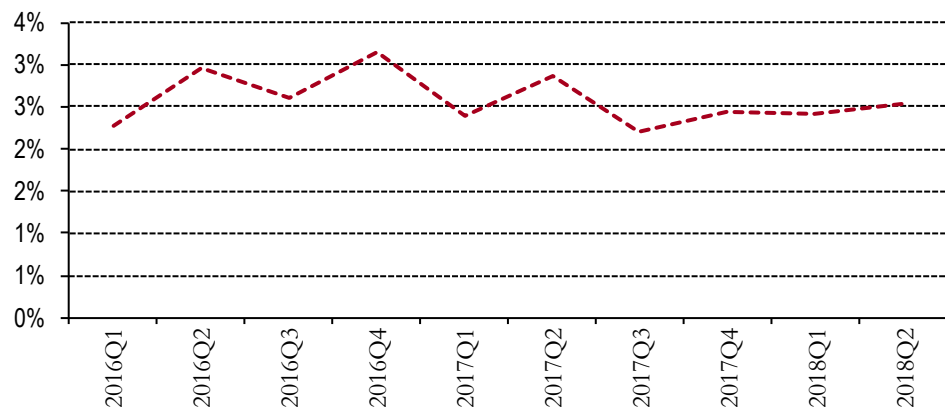
图表 7. 2016H1-2018H1 三大板块扣非归母净利润同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

运营质量方面, 传媒板块 2018 年上半年整体 ROE 为 5.0%, 较 2016 及 2017 年同期基本持平; 从单季度 ROE 来看, 行业整体 ROE 仍然较为稳定, 并没有过大波动。

图表 8. 2016Q1-2018Q2 板块 ROE 变化情况

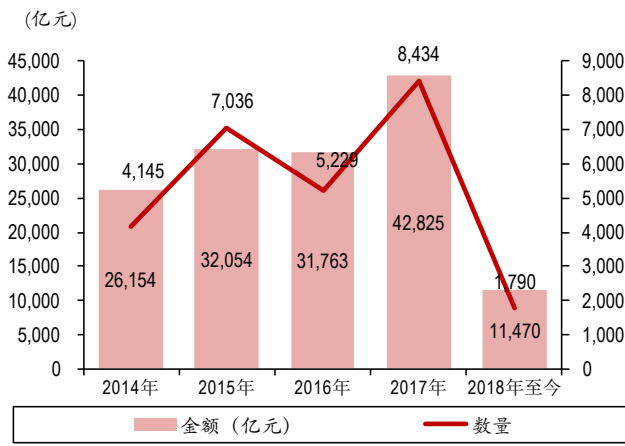


资料来源: Wind, 中银证券

传媒板块 2015-2016 年的高速增长主要来自于上市公司的并购转型。在 IPO 未开放的时期，大量上市公司依靠融资并购切入传媒板块，新业务并入上市公司体系后迅速带来了明显的业绩增长。而到了 2016 年，随着新的融资并购政策出台，传媒板块并购数量迅速减少，行业整体进入平稳发展和消化前期并购估值的阶段。

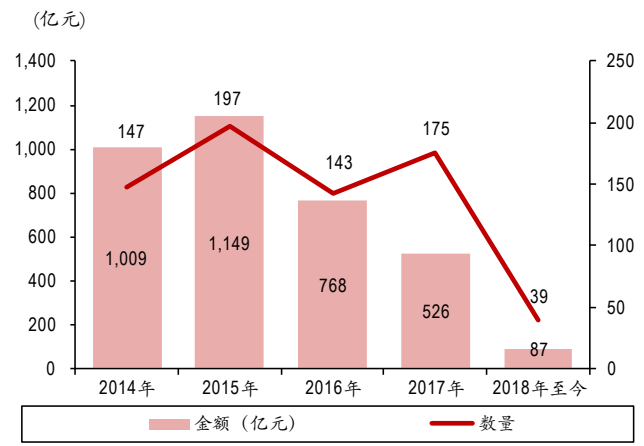
数据显示，2018 年 1-6 月国内并购及出境并购金额总计为 1.15 万亿元，并购总金额不足 2017 年的一半；数量方面，前六个月并购项目总量达 1790 个，与 2017 年相比有显著下降，此外这些并购交易多集中于房地产、资本、货物、材料等板块。传媒板块在 2018 年 1-6 月共完成传媒并购案 39 个，总金额约 86.93 亿元，相比 2017 年一半规模同比下降约 67%。可以看出，随着 2018 年融资政策的收紧，A 股市场融资活动整体大幅下降，同时传媒板块并购总量亦是下降明显。

图表 9. 2014-2018 年 6 月 A 股整体并购规模及数量



资料来源: Wind, 中银证券

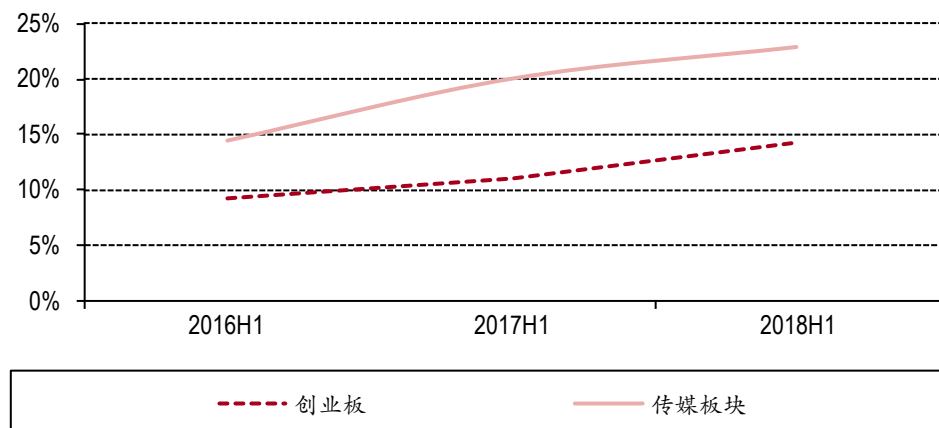
图表 10. 2014-2018 年 6 月传媒板块并购数量



资料来源: Wind, 中银证券

投资收益方面，传媒板块上市公司的投资收益占净利润比重大幅高出创业板同期水平且在 2015-2017 年间逐年上升。2018 年上半年传媒板块投资收益占净利润比重达到 23% 而创业板同期水平为 14.3%。

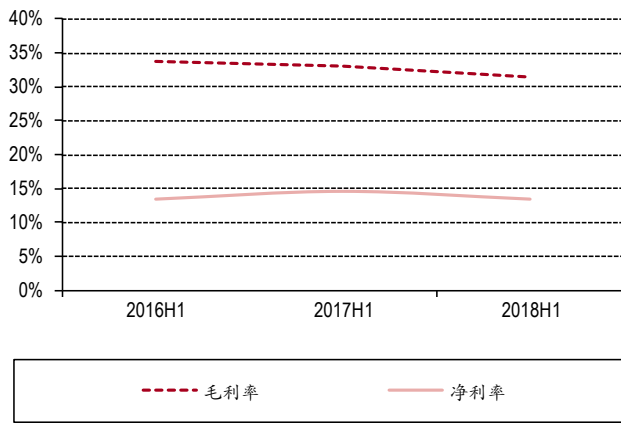
图表 11. 2016H1-2018H1 年传媒板块投资收益占比情况



资料来源: Wind, 中银证券

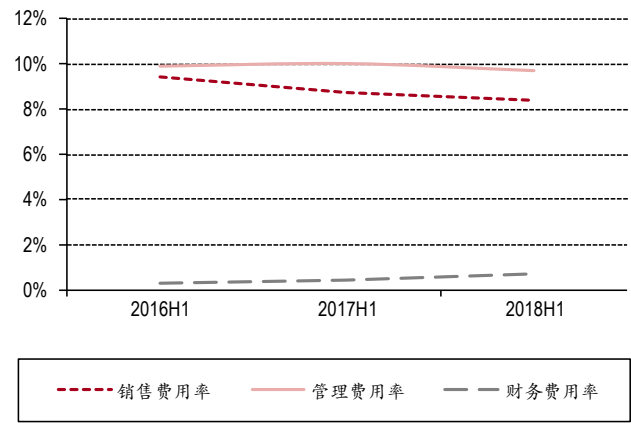
行业发展趋于成熟，大部分企业经营情况逐渐稳定。盈利能力方面，2018 年上半年传媒板块整体毛利率为 31.4%，整体净利率为 13.5%，与 2017 年同期基本持平；期间费用方面，2018 年上半年传媒板块整体期间费用率较 2017 年同期略有下降，其中销售费用率下降 0.3 个百分点，管理费用率下降 0.3 个百分点；大部分企业开始保持稳健的经营态势。

图表 12. 2016H1-2018H1 传媒板块毛利率和净利率对比



资料来源: Wind, 中银证券

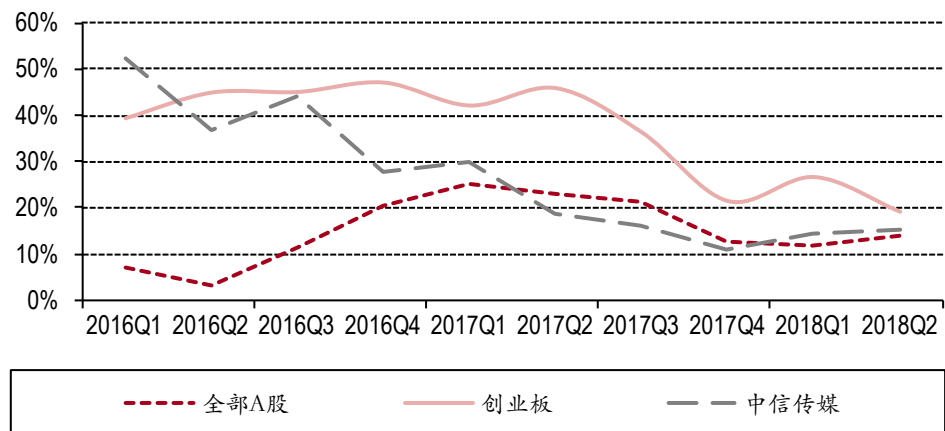
图表 13. 2016H1-2018H1 传媒板块期间费用变化情况



资料来源: Wind, 中银证券

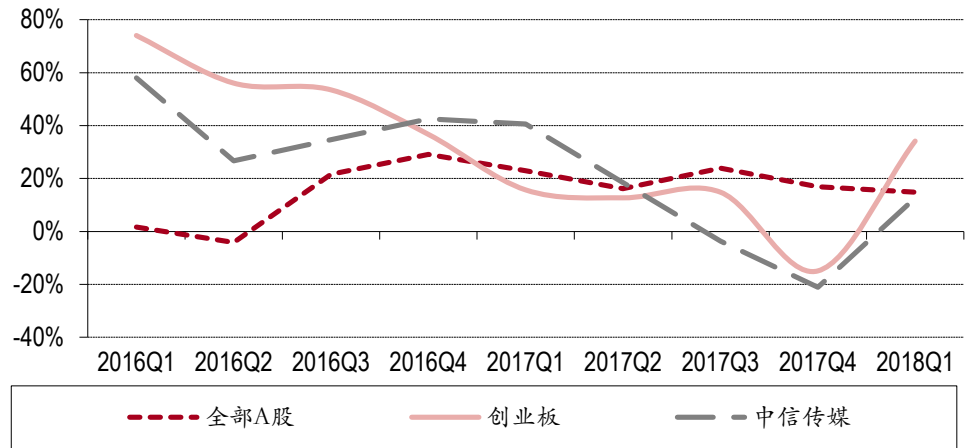
经历 2017 年营收的下滑趋势后, 2018 年开始传媒板块的营收同比增速逐渐维持平稳。2018 年二季度传媒板块营收同比增速为 15.0%, 和 2017 年第二季度基本一致, 表现好于 A 股全市场水平。净利润方面, 创业板和传媒板块在 2018 年二季度同比增速均出现下滑, 而在环比增速方面则有小幅回升, 其中传媒板块二季度环比回升 3.8%, 小于创业板同期 28.1% 的同期水平。

图表 14. 2016Q1-2018Q2 传媒板块营业收入单季度同比表现



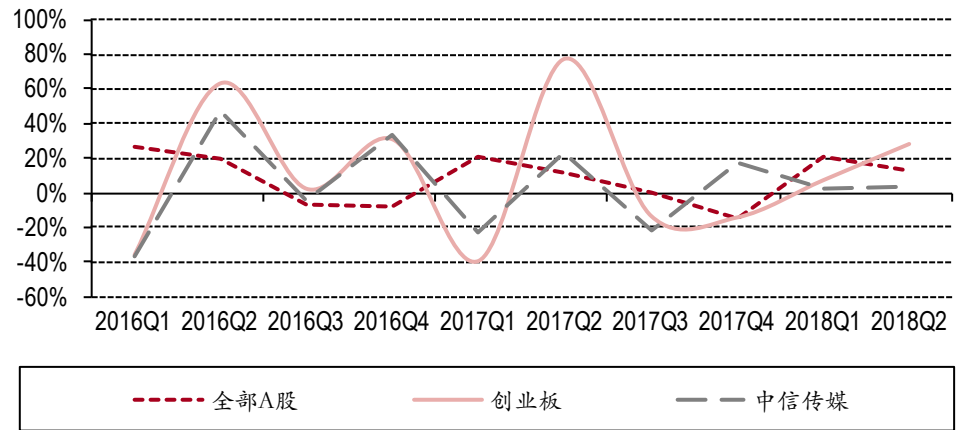
资料来源: Wind, 中银证券

图表 15. 2016Q1-2018Q2 传媒板块净利润单季度同比表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 16. 2016Q1-2018Q2 传媒板块净利润单季度环比表现



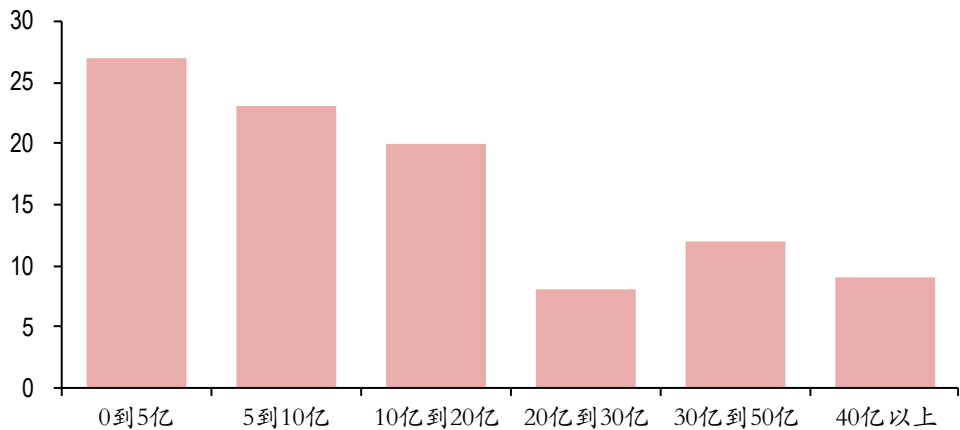
资料来源: Wind, 中银证券

## 各子板块业绩汇总——部分子行业受政策影响较大，整体业绩增速趋缓

细分板块方面，我们整理了传媒板块主要 99 家上市公司，其中影视剧制作公司 17 家，游戏板块 19 家，广告营销板块 13 家，互联网板块 17 家，传统出版行业子板块 17 家，有线网络板块 10 家和院线板块 6 家。

营业收入方面，传媒板块上市公司营收主要集中在 0 到 20 亿的区间中，其中 0 到 5 亿的公司共有 27 家，5 亿到 10 亿的公司有 23 家，10 亿到 20 亿的公司有 20 家，另外有 9 家公司营收超过 40 亿。

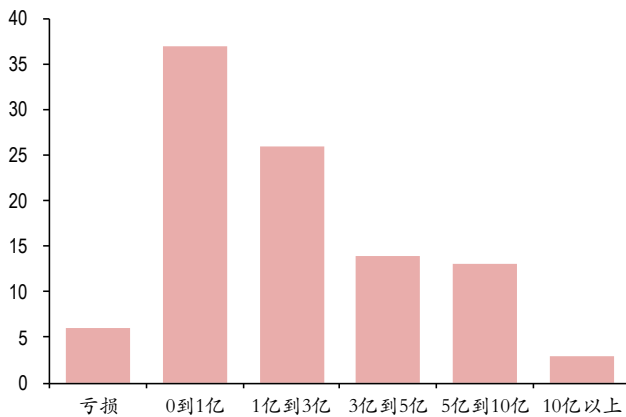
图表 17.2018 年上半年主要传媒公司营业收入区间分类



资料来源：公司公告，中银证券

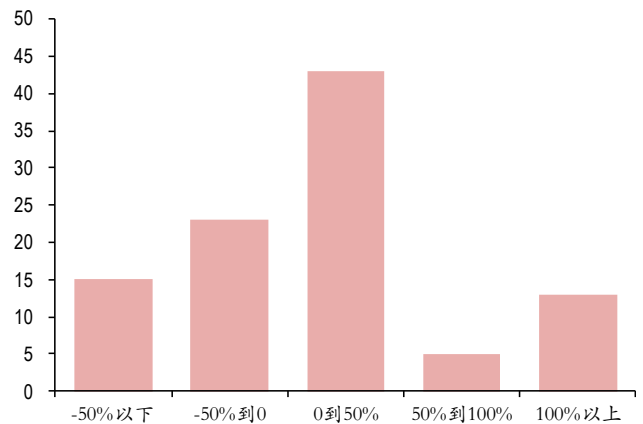
净利润方面，共有 6 家公司 2017 年净利润呈现亏损，在 93 家正盈利公司中大部分公司归母净利润主要集中在 0 到 3 亿之间，其中归母净利润在 1 亿以下的公司有 37 家，1 亿到 3 亿的公司 26 家，3 亿到 10 亿公司 27 家，10 亿以上的公司有 3 家。归母净利润增速方面，2018 年上半年有 38 家上市公司净利润出现同比下滑，其中有 15 家公司同比下滑幅度超过 50%；有 43 家公司的业绩增幅在 0-50% 之间，另外还有 13 家公司的业绩增幅超过 100%。

图表 18. 归母净利润区间分类



资料来源：Wind，中银证券

图表 19. 归母净利润同比增速区间分类



资料来源：Wind，中银证券

从细分板块来看，2018年上半年大部分板块业绩均出现下滑。影视内容制作归母净利润的大幅提升主要受到光线传媒确认了大额投资收益的影响，而归母净利润增速则有小幅下滑；游戏板块无论是营收还是净利润的增速均低于以往同期水平；传统广告营销领域呈现增收不增利的特征；传统文化国企集中的出版和有线网络子版块则继续业绩下滑。在毛利率和净利率方面，2018年上半年各子版块毛利率和净利率较2017年报情况保持稳定，因此总体来看，各子版块已经进入了行业发展中期或后期阶段。

**图表 20. 传媒分行业 2018 年上半年业绩情况**

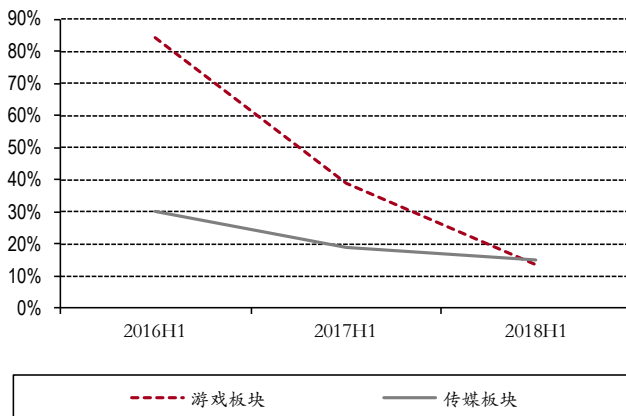
(%)	2018H1 营业总收入同比增速	2018H1 归母公司净利润同比增速	2018H1 扣非后归母净利润同比增速	毛利率	净利率
影视内容制作	13.2	57.0	(3.1)	36.1	28.4
游戏	13.3	14.3	14.1	63.7	29.8
广告&营销	44.5	2.1	(11.9)	12.1	3.2
互联网	57.1	89.4	30.2	34.1	11.3
出版	1.1	(5.2)	(9.4)	31.5	12.6
有线网络	(6.2)	(8.2)	(21.3)	29.3	14.1
院线	3.6	(13.2)	(16.2)	28.4	12.8

资料来源：Wind，中银证券

### 游戏板块：增速较去年大幅回落，行业整体发展趋于稳定

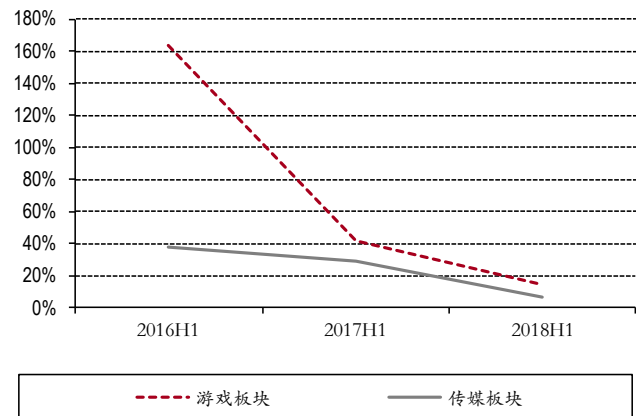
游戏板块我们统计了 19 家主要 A 股游戏类上市公司 2018 年上半年业绩情况。2018 年上半年 19 家公司整体营业收入同比增速为 13.3%，略低于传媒板块整体增速；归属于母公司股东净利润同比增速为 14.3%，超过传媒板块 8.5 个百分点。

**图表 21. 2016H1-2018H1 营收同比增速对比**



资料来源：Wind，中银证券

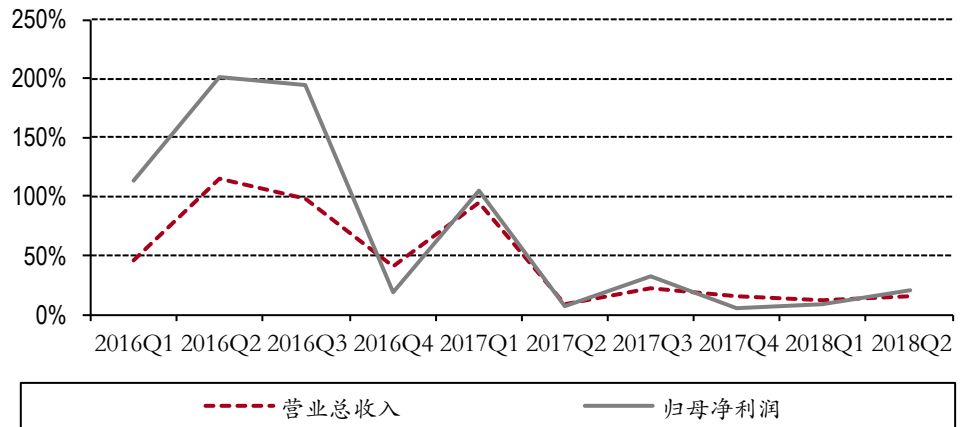
**图表 22. 2016H1-2018H1 归母净利润同比增速对比**



资料来源：Wind，中银证券

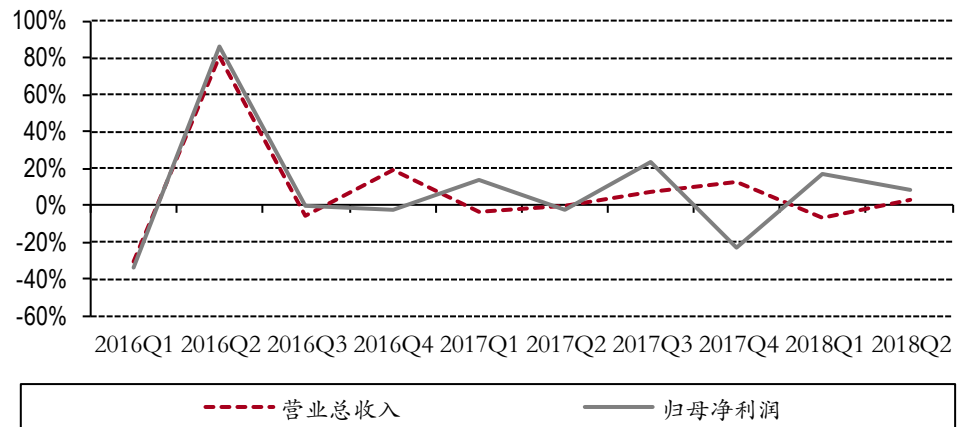
单季度来看，从 2016 年以来板块业绩同比增速逐渐下滑，从 2017 年二季度开始，增速开始保持较为平稳的发展态势。2018 年二季度板块营收同比增速为 14.9%，较 2017 年同期略有上升；环比增速方面，2018 年二季度板块营收环比增速为 2.8%，归母净利润环比增速为 8.1%；整体趋势来看，板块营收变化波动已经趋于平稳。

图表 23. 2016Q1-2018Q2 游戏类上市公司营收及净利润同比增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

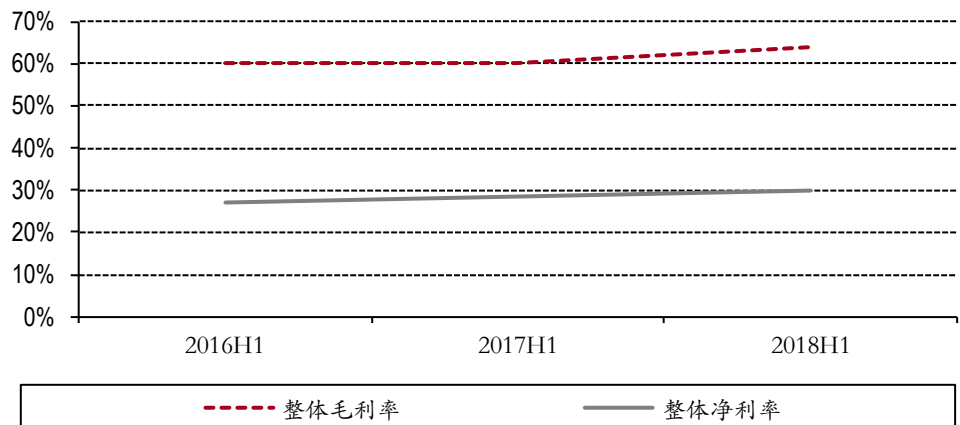
图表 24. 2016Q1-2018Q2 游戏类上市公司营收及净利润环比增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

盈利能力方面, 19 家游戏类上市公司 2018 年上半年整体毛利率为 63.7%, 整体净利率为 29.8%, 均较 2017 年同期略有提升。营收增速的下滑及营收质量的回升说明板块目前已经处于成熟发展阶段。

图表 25. 2015-2017 年传媒板块毛利率及净利率变化

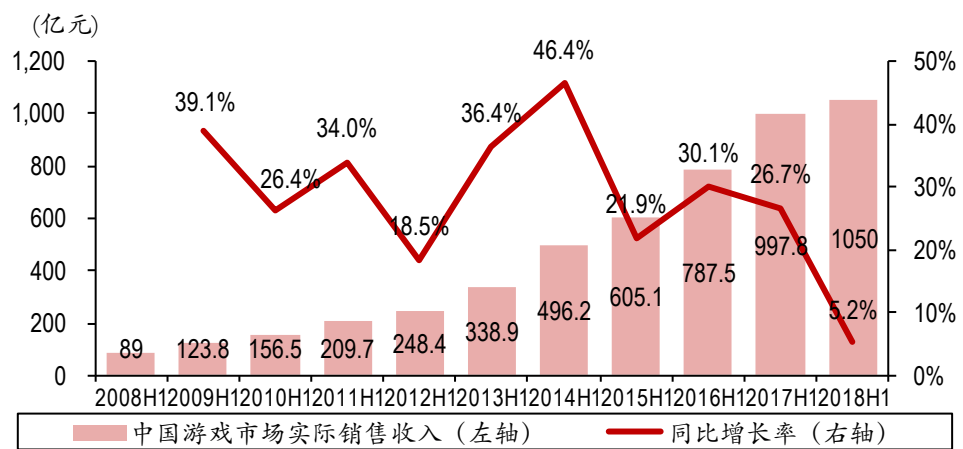


资料来源: Wind, 中银证券

个股方面，三七互娱由于游戏储备较为充分，因此移动游戏业务已经保持了良好的增速水平；金科文化在 2018 年上半年完成了对 Outfit7 整体收购工作，从半年报来看，原有的移动应用发行业务和 Outfit7 的业务协同情况优异，盈利增速较 2017 年同期均有提升；完美世界由于自研新游戏无法如期上线，因此移动游戏业务情况出现下滑，而端游业务因为和 STEAM 平台的合作逐渐加深，因此营收出现明显提升。

上市公司业绩发展正在与游戏板块整体发展趋同。今年 1-6 月，中国游戏产业在整体收入上的增幅出现明显降低。数据显示，2018 年 1-6 月中国游戏市场实际销售收入达到 1050.0 亿元，同比增长 5.2%。与过去几年同期相比，增长幅度出现新低。造成游戏产业的增速新低的原因一方面行业经历近年来的快速发展已经逐渐进入了成熟发展阶段，另一方面 2018 年 3 月新闻出版广电总局重组导致游戏审批部门调整，版号审批一直处于暂停状态，大量新游戏由于未得到版号始终无法进行正常商业运营。

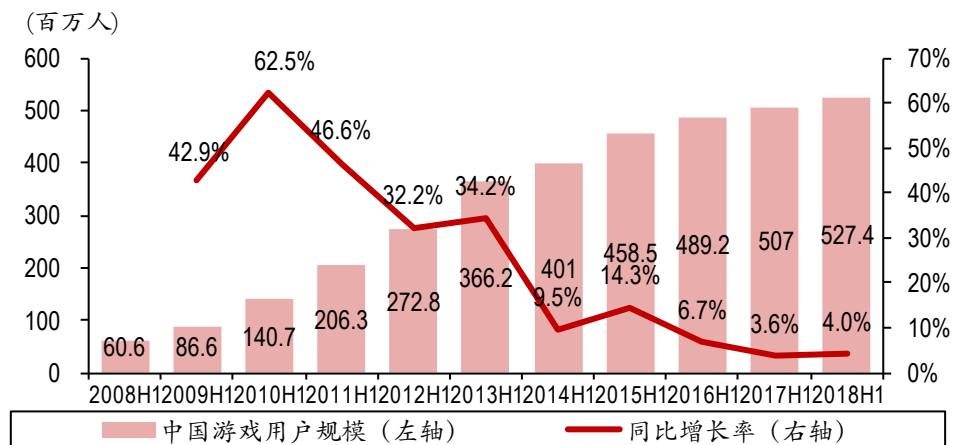
**图表 26. 2018 年上半年游戏市场实际销售收入**



资料来源：伽马数据，中银证券

在收入低增长的状态下，中国游戏用户规模也基本见顶。报告显示，2018 年 1-6 月，中国游戏用户规模 5.3 亿人，同比增长 4.0%。结合 2015 年以来的数据观察，中国游戏用户规模的增长已经稳定在较低水平，趋于饱和状态。

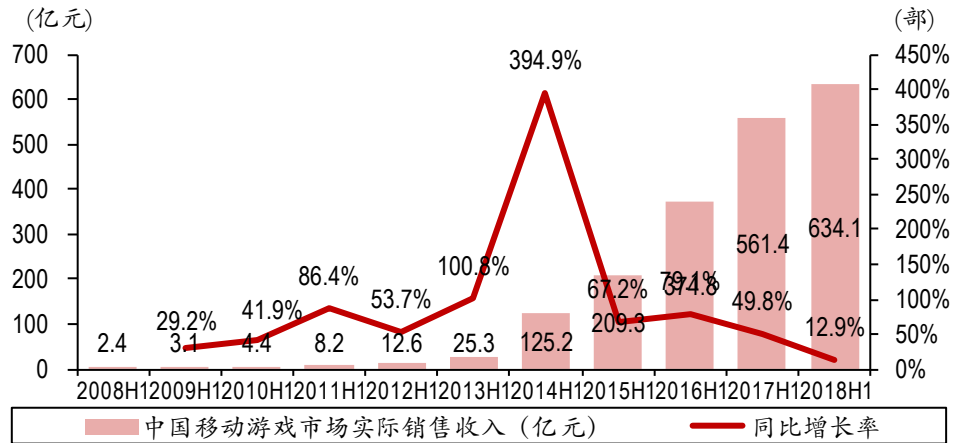
**图表 27. 2018 年上半年游戏用户规模水平**



资料来源：伽马数据，中银证券

移动游戏市场增速明显放缓，但仍为整体游戏市场增长的主要动力。数据显示，2018年1-6月，中国移动游戏市场实际销售收入634.1亿元，同比增长12.9%，与国内游戏厂商的整体营收及净利润增速基本一致。可以看出，移动游戏市场仍为整体游戏市场增长的主要动力，但增速明显放缓。

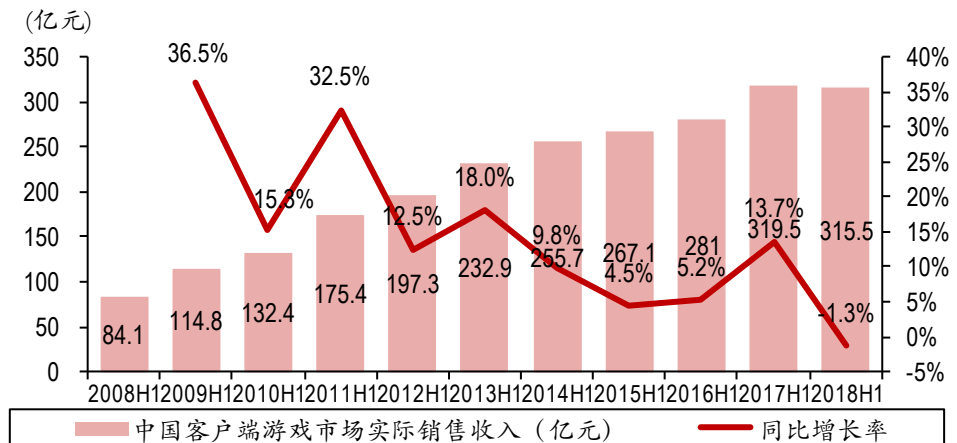
**图表 28. 2018 年上半年移动游戏市场实际销售收入**



资料来源：中国音数协游戏工委 (GPC) & 伽马数据 (CNG)，中银证券

客户端游戏出现收入负增长。今年1-6月，中国客户端游戏市场实际销售收入首次出现下滑。报告显示，2018年1-6月，中国客户端游戏市场实际销售收入315.5亿元，同比下降1.3%。客户端游戏市场实际销售收入出现小幅回落，整体表现稳定，主要依靠老产品维持，表现出色的新产品较少。

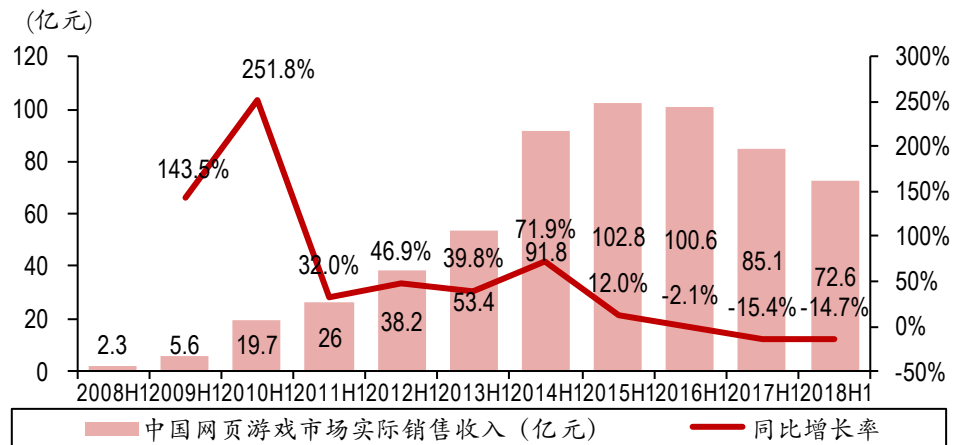
**图表 29. 2018 年上半年端游销售收入**



资料来源：游戏工委，中银证券

页游方面，国内页游市场实际销售收入规模持续下降，出现连续3年负增长。报告显示，2018年1-6月，中国网页游戏市场实际销售收入72.6亿元，同比下降14.6%。销售收入下降较快的原因是：一方面，网页游戏产品迭代慢，同质化的问题依然严重；另一方面，更多用户倾向于利用碎片化时间使用更具优势的移动游戏。

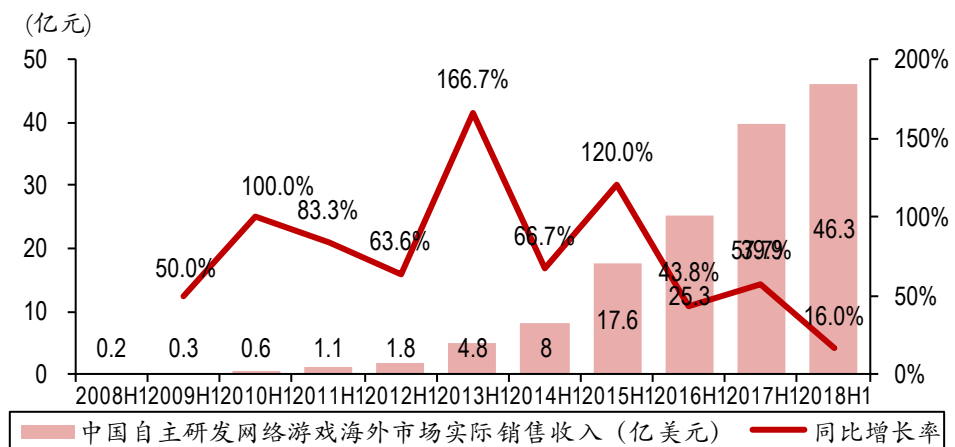
图表 30. 2018 年上半年网页游戏销售收入



资料来源：游戏工委，中银证券

游戏产业的版号政策滞缓或将加剧游戏出海的竞争。从目前最新游戏政策来看，政府并没有完全放开版号的意愿，更有可能倾向于对新游戏投放量进行一定把控。我们认为这将加剧游戏市场的竞争，而对于游戏厂商而言，未来有可能将增收着眼于海外市场。数据方面，2018 年 1-6 月，中国自主研发网络游戏海外销售收入 46.3 亿美元，同比增长 16%，中国自主研发网络游戏在全球游戏市场占据了重要位置，中国游戏企业及游戏产品也在持续引领着全球移动游戏产品类型的迭代。

图表 31. 2018 年上半年中国自研游戏海外市场销售收入



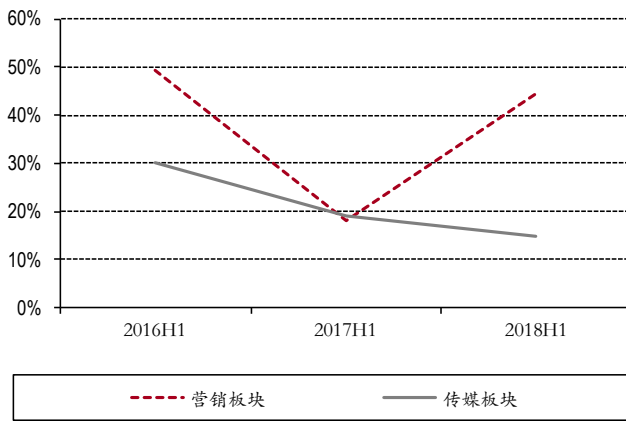
资料来源：游戏工委，中银证券

## 广告营销行业：传统营销媒体业绩增速回升，分众传媒生活圈媒体稳健扩张

### 1) 传统营销公司受行业影响在上半年有所回升

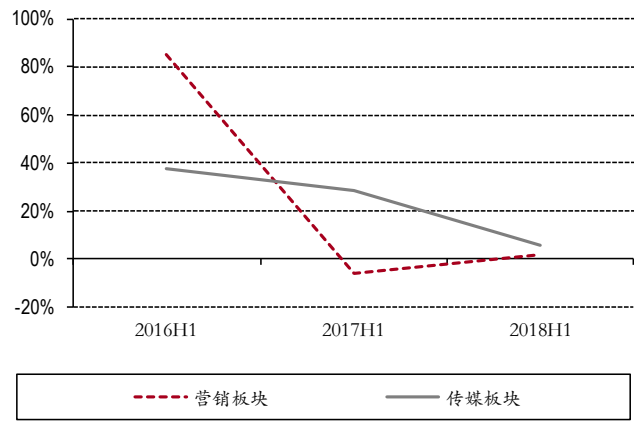
营销板块我们统计了 12 家广告营销公司业绩（剔除分众传媒业绩并表影响）。2018 年上半年主要广告营销上市公司整体营收同比增长 44.5%，归母净利润同比增长 2.1%。单季度方面，由于 2017 年板块部分上市公司在 2017 年四季度确认大额资产减值损失，因此归母净利润增速出现大幅波动，虽然 2018 年净利润同比增速有所好转，但是整体趋势依旧呈下滑态势。2018 年上半年行业营收整体增速大幅增长主要由于蓝色光标的收入业务中出海广告投放收入达到 52.7 亿元，而该业务毛利率仅为 0.97%，因此从整体净利润角度来看，传统广告营销领域呈现出“增收不增利”的现象。

图表 32. 2016H1-2018H1 营收同比增速对比



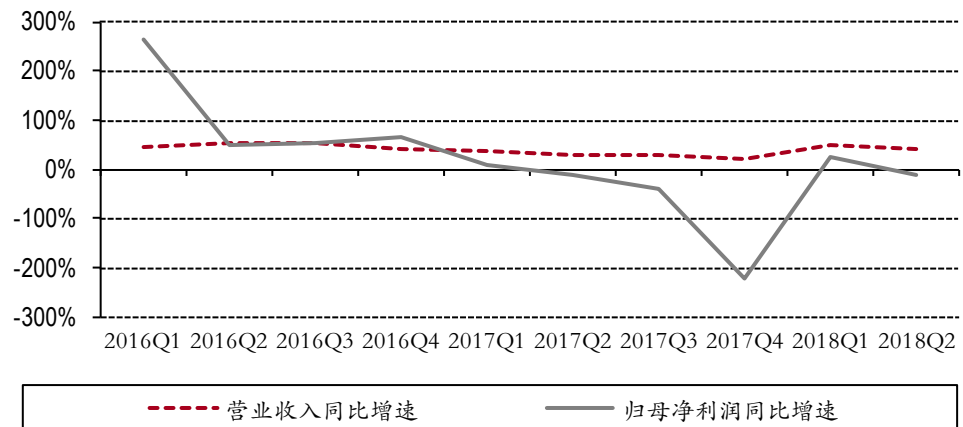
资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 2016H1-2018H1 归母净利润同比增速对比



资料来源: Wind, 中银证券

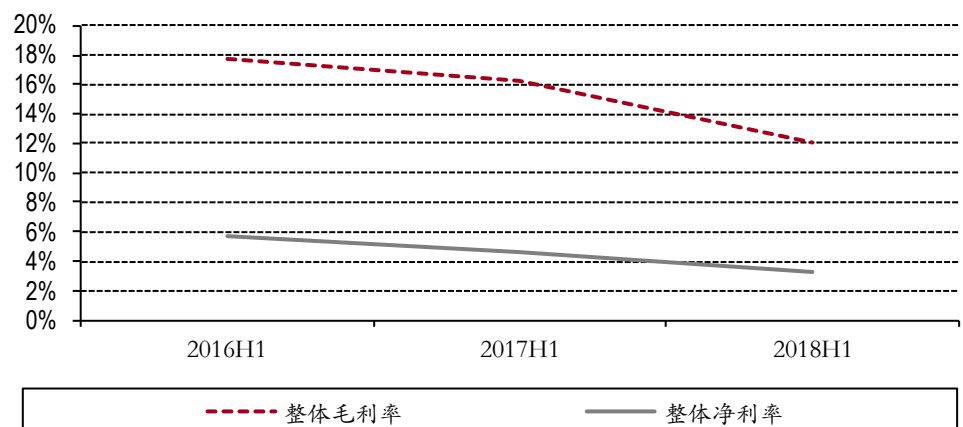
图表 34. 2016Q1-2018Q2 营销类上市公司单季度营收及净利润同比增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

盈利能力方面, 12家主要广告营销上市公司 2018年上半年毛利率和净利率呈双降态势, 其中整体毛利率为 12.1%, 较 2017年同期减少 4.2个百分点; 整体净利率为 3.2%, 较 2017年同期减少 1.4个百分点。

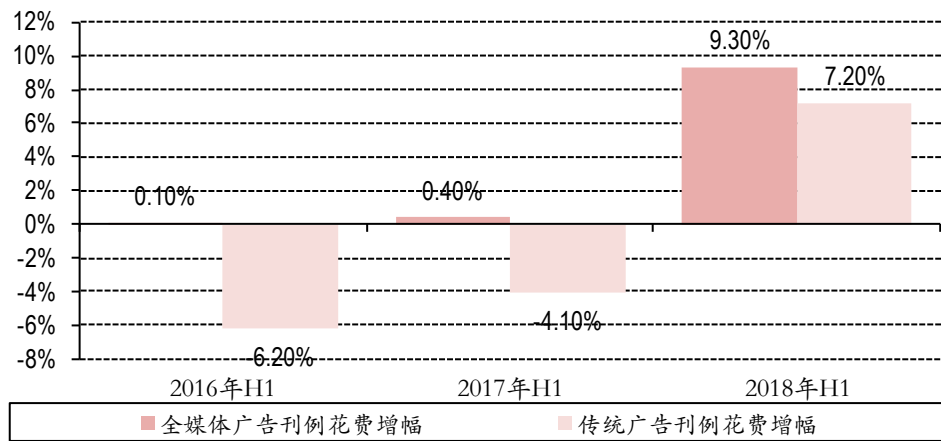
图表 35. 2016H1-2018H1 广告营销公司盈利能力情况



资料来源: Wind, 中银证券

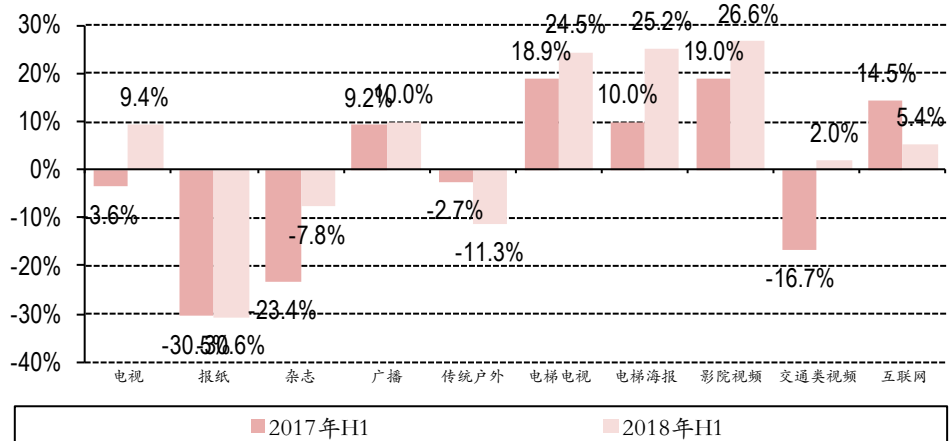
互联网营销改变行业整体格局，传统渠道及运营模式持续受压。数据显示，2018年上半年全媒体广告花费增幅达到9.3%，传统广告刊例花费增幅为7.2%，由于传统广告花费增幅的止跌反弹使得全媒体广告花费增幅有了明显上升。其中电视、广播媒体的广告增幅分别为9.4%和10%，是传统广告类媒介增长最明显的两个领域，报纸和杂志则继续下滑；互联网平台广告花费增幅为5.4%，较上年同期减少9个百分点；电梯电视、影院视频、电梯海报的广告花费增幅分别为24.5%、26.6%和25.2%，较上年同期稳步增长。虽然自2016年以来，营销类上市公司积极转型数字营销，但是互联网营销碎片化、零延迟的营销特征，使得广告主摒弃了提前签立广告预算，先投放后看效果的传统宣传模式，也使得单一拥有数字营销渠道的营销公司在市场上容易失去核心竞争力，丢失重要广告客户。

图表 36. 2016H1-2018H1 年媒体和传统广告刊例花费增幅



资料来源：CTR 媒介动量，中银证券

图表 37. 2017H1 和 2018H1 各媒介广告刊例花费变化



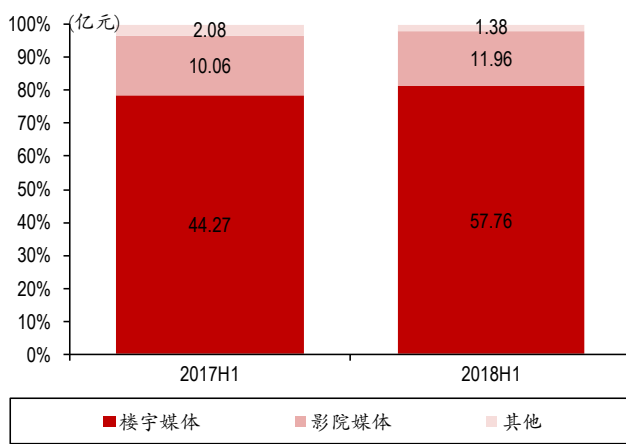
资料来源：CTR 媒介动量，中银证券

## 2) 分众传媒：把握渠道优势，扩张生活圈媒介网络

分众传媒区别于其他营销公司最大的优势在于所拥有的媒介渠道（电梯电视、电梯海报、影院视频）都处在空间封闭的传播场所，客户到达率非常高，且公司在这些渠道拥有极高的市场份额，通过多年并购发展，公司已经占据了国内大部分核心商圈的楼宇媒体市场份额。数据显示，截至 2018 年 7 月末，公司已形成了覆盖约 300 多个城市的生活圈媒体网络。其中，自营楼宇媒体在售点位共约 216.7 万台，覆盖全国约 201 个城市和地区以及韩国的 15 个主要城市；可发布加盟电梯电视媒体约 1.1 万台，覆盖全国 35 个城市和地区，外购合作电梯海报媒体超过 17.4 万个媒体版位，覆盖 143 个城市；影院媒体的签约影院超过 1900 家，合作院线 38 家，银幕超过 12,600 块，覆盖全国约 300 多个城市的观影人群。

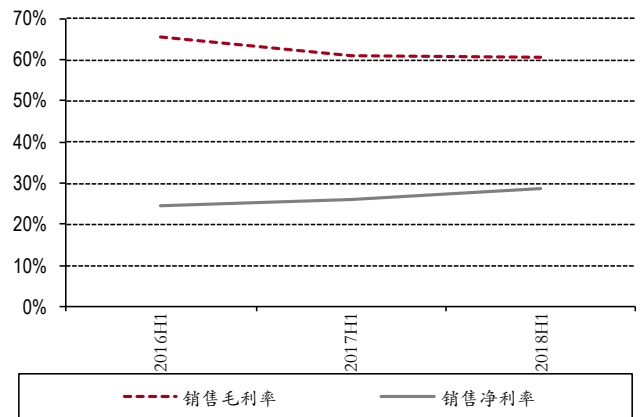
行业规模方面，2018 年上半年，国内电梯电视、电梯海报、影院视频的广告刊例花费继续保持稳健增长，2018 年上半年的广告刊例收入增幅分别为 24.5%、25.2%、26.6%，较去年同期均有扩大。因此，公司整体营收增速与所处的楼宇、影院媒体发展增速基本一致，楼宇媒体业务高于行业平均水平，影院媒体业务增速则低于行业整体增速。

图表 38. 公司分业务营收变化



资料来源：Wind，中银证券

图表 39. 公司 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化

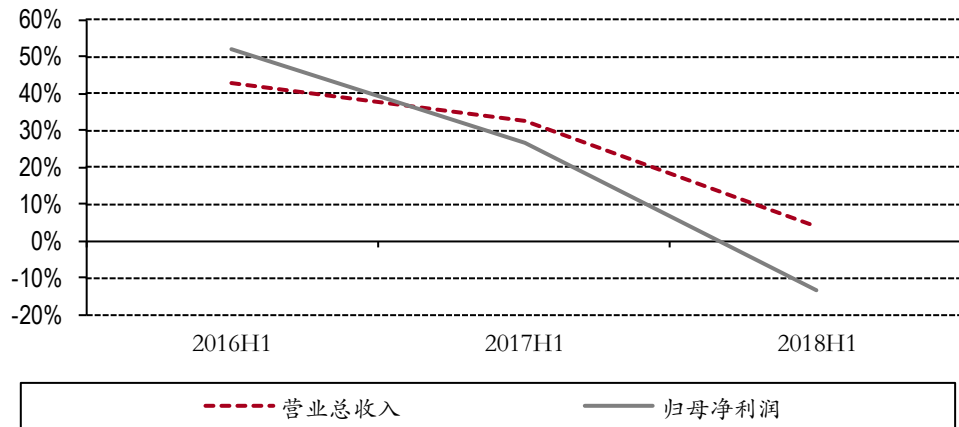


资料来源：Wind，中银证券

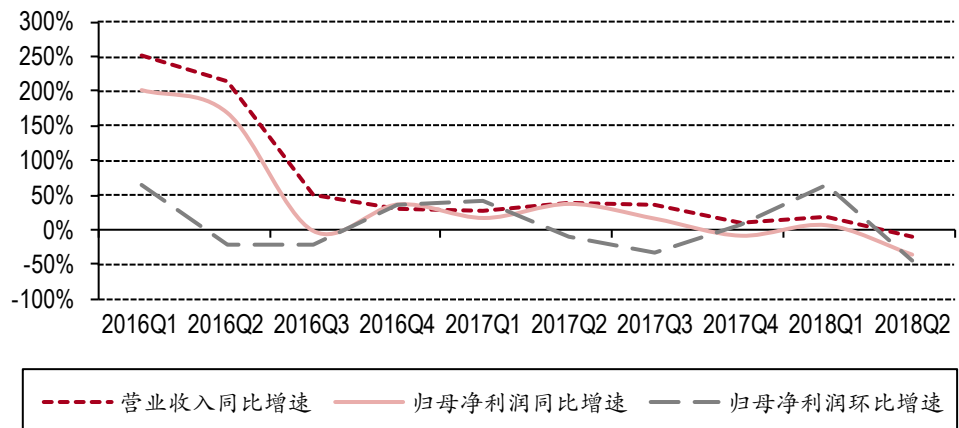
此外，报告期内，公司销售费用发生额为 11.96 亿元（同比+17.82%），管理费用发生额为 2.93 亿元（同比+20.44%），财务费用发生额为-0.56 亿元（同比-50.42%），销售费用增速低于营收整体增速，说明公司整体营销费用控制良好。研发投入费用发生额为 1.71 亿元（同比+58.22%），主要由于公司用于各类新一代智能广告机及相关广告平台、智服务平台的研发投入增加。由于公司从二季度开始加强了楼宇媒体市场的开发力度，资源点位数快速增加，与媒体点位数量密切相关的媒体点位租赁成本、媒体设备折旧、开发维护运营成本的影响在 2018 年下半年有所体现。

## 电影院线板块：院线扩张加剧市场竞争程度，非票房业务成为发展核心

院线板块我们统计整理了 6 家以电影放映为主营业务的上市公司业绩情况。2018 年上半年整体营收同比增长 3.6%，较 2017 年同期下滑 28.7 个百分点；归母净利润同比下滑 13.2%，2015 年以来首次出现半年度业绩负增长。单季度业绩方面，虽然受 2018 年一季度全国票房整体受春节档影响大幅提升的影响，一季度院线类上市公司业绩回暖，但是在二季度各家上市公司的净利润无论环比增速还是同比增速均出现不同幅度负增长。

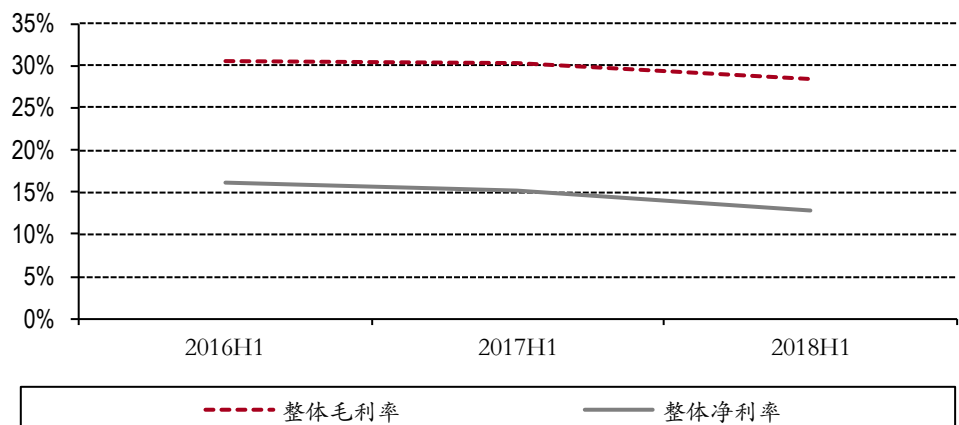
**图表 40. 2016H1-2018H1 子板块营收及净利润同比增速变化**


资料来源: Wind, 中银证券

**图表 41. 2016Q1-2018Q1 子板块营收及归母净利润环比增速变化**


资料来源: Wind, 中银证券

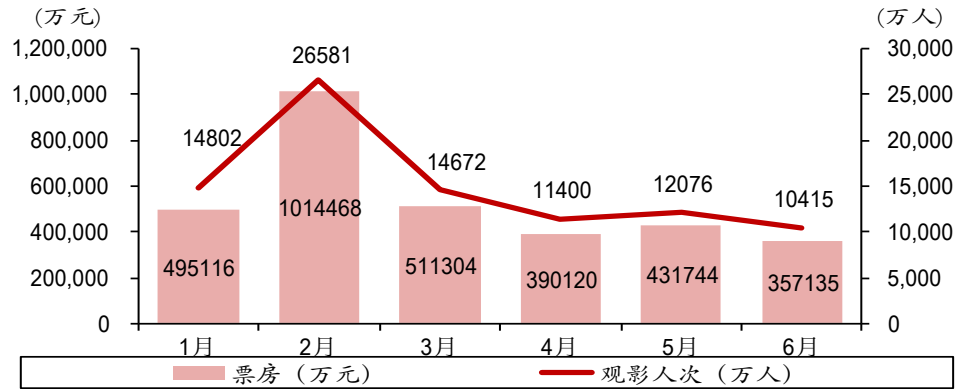
盈利能力方面, 2018 年上半年板块整体毛利率及净利率分别为 28.4% 和 12.8%, 较 2017 年同期均有所下滑, 随着各大院线公司向三四线城市扩张, 毛利率和净利率缓慢下滑预计将成为必然趋势。

**图表 42. 2016H1-2018H1 年子板块毛利率和净利率变化**


资料来源: 公司公告, 中银证券

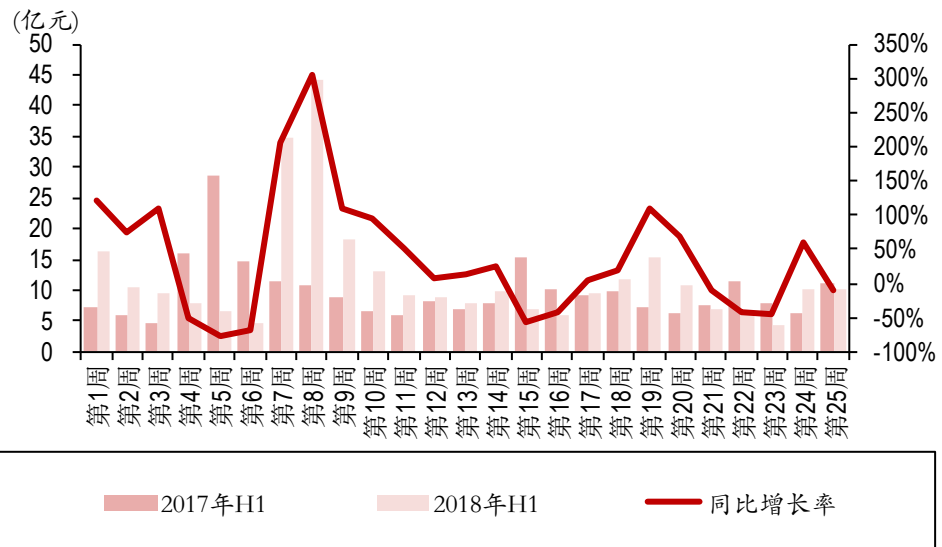
截至 2018 年上半年，中国内地电影市场累计票房 320 亿元，同比增长 17.82%；观影人次 9.01 亿人，同比增长 15.34%；放映场次达到 5280 万，同比增长 18.6%。从周票房变化可以看出，春节档期（第 7-8 周）仍为票房贡献及增长的主要来源。

图表 43. 2018 年上半年 1-6 月票房及观影人次



资料来源：猫眼数据，中银证券

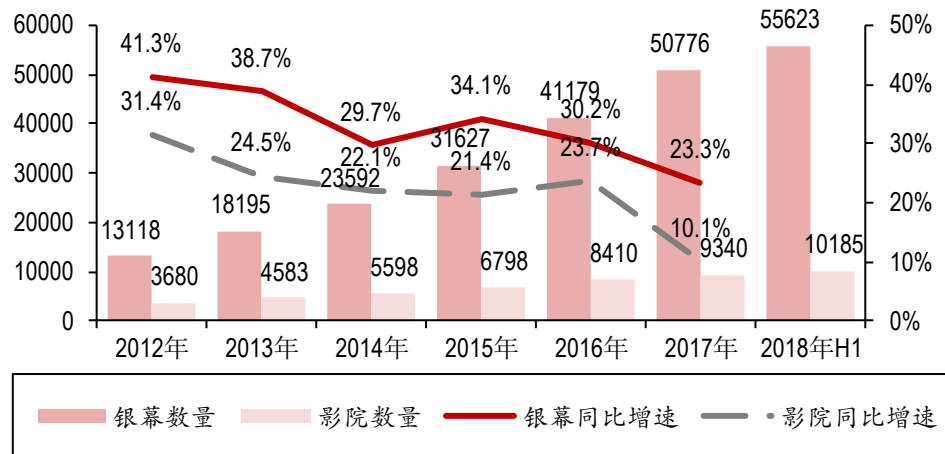
图表 44. 2017H1 和 2018H1 单周票房同比变化情况



资料来源：猫眼电影，中银证券

院线规模方面，2018 年上半年新增影院 733 家，新增银幕 4847 块，平均每日新增银幕 26 块；2018 年上半年全国影院数已达 10185 家，银幕数达 55623 块，巨幕共计 820 块，包括中国巨幕 304 块，IMAX516 块。

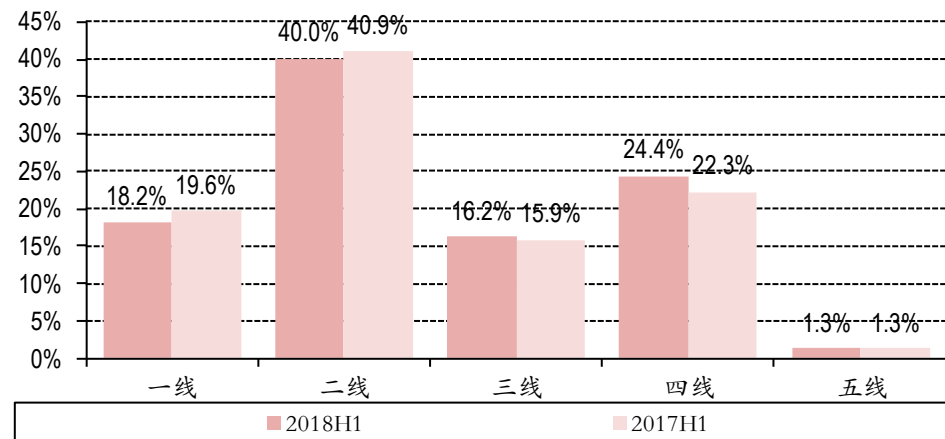
图表 45. 2012-2018 年一季度影院及屏幕数量



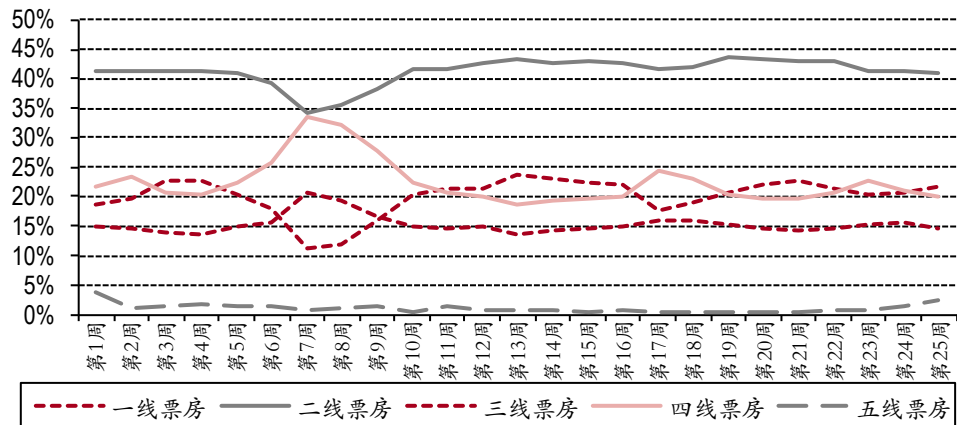
资料来源：中国产业信息网，中银证券

城市票房贡献度方面，对比 2017 年上半年，2018 年上半年全国一、二线城市票房占比均有所下降，而三、四线城市票房占比则有小幅提升。根据 2018 年上半年单周各线城市票房贡献率情况，明显看出，三、四线城市票房贡献率在春节期间大幅提升，而之后迅速回落，而一、二线城市贡献率表现则相反。因此，电影票房在春节档期的爆发增长会导致三、四线城市票房占比的提升，而如果其他时间国内票房整体表现良好，则三、四线城市由于春节档带来的占比提升的影响会逐渐被抹平。

图表 46. 2017H1-2018H1 各线城市票房占比变化



资料来源：猫眼电影，中银证券

**图表 47. 2018 年上半年单周各线城市票房贡献率情况**


资料来源：猫眼数据，中银证券

市场份额方面，2018 年上半年全国影投公司票房数据显示，万达电影、横店影视、金逸影视和文投控股旗下影投公司跻身票房规模前十位，其中万达电影票房总额为 68.6 亿元，已连续多年位居票房第一，横店影视和金逸影视分列三、四名，票房总额分别为 19.7 亿元和 16.4 亿元。但从 2015 年以来，万达电影等三家公司（除文投控股）自有票房总额占全国票房总额比重均持续回落，可以见得，国内院线的整体扩张对单一影投公司票房总额具有稀释影响。

业务占比方面，主要院线上市公司表现各异。2018 年上半年，万达电影电影放映收入为 48.36 亿元，同比增长 14.3%；横店影视电影放映业务收入为 11 亿元，同比增长 15.18%；金逸影视电影放映业务收入为 7.87 亿元，同比下滑 4.21%。虽然电影放映业务仍为三家公司主要营收来源，但是毛利率均较低且近年来持续下滑。而由影院经营衍生的广告服务和卖品业务毛利率相对较高，其中金逸影视和横店影视的广告服务业务毛利率均在 99% 左右，因此迅速提升广告服务业务和卖品业务收入规模将是各大影投上市公司未来主要的发展目标之一。

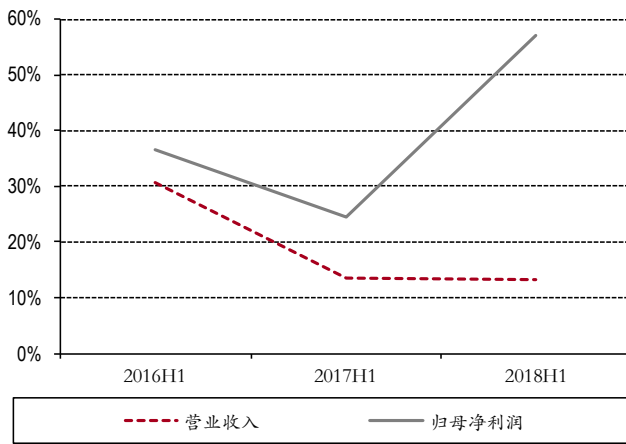
**图表 48. 2017H1-2018H1 主要院线上市公司业务营收情况及毛利率对比**

		2018 上半年		2017 上半年	
		营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
万达电影	电影放映业务	48.4	14.5	42.3	16.0
	广告服务业务	12.6	68.3	10.9	65.5
	卖品业务	9.98	60.8	8.57	58.9
横店影视	电影放映业务	11.0	-	9.55	8.6
	广告服务业务	0.95	-	0.72	99.9
	卖品业务	1.42	-	1.34	73.9
金逸影视	电影放映业务	7.87	12.5	8.22	0.88
	广告服务业务	0.99	99.7	1.34	98.1
	卖品业务	0.84	53.9	1.00	71.4

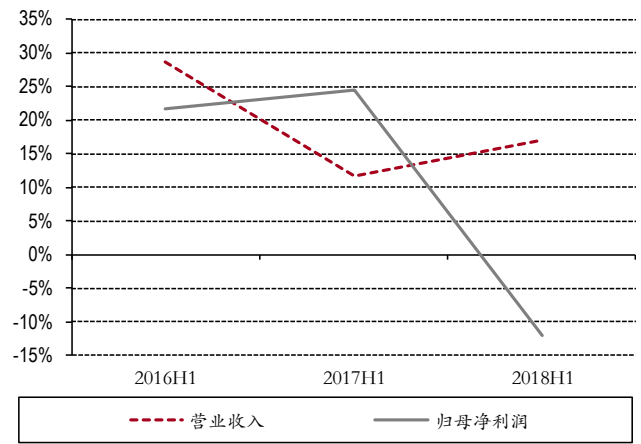
资料来源：公司公告，中银证券

### 影视内容制作：行业平稳增长，精品剧制作成为发展核心

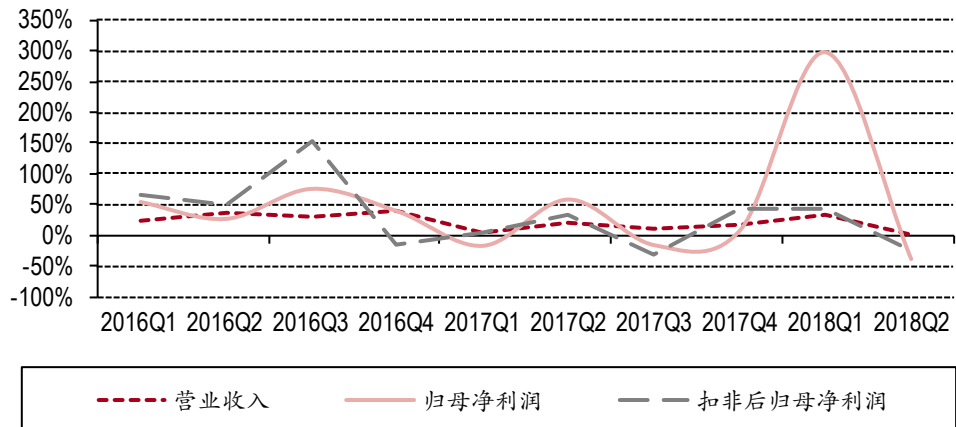
我们整理了 17 家影视内容制作公司 2018 年上半年业绩情况。2018 年上半年，主要上市公司整体营收同比增速为 13.2%，较 2017 年同期基本持平，归母净利润同比增速 57%，较 2017 年同期大幅提升，主要由于光线传媒在 2018 年上半年由于出售新丽传媒股权确认大额投资收益所致（当期投资收益 22.05 亿元），若剔除光线传媒的影响，则 2018 年上半年营收同比增速为 16.9%，归母净利润的同比增速为 -12.2%。由于影视内容制作以项目制为主，收入确认的时间节点对当期营收及净利润影响较大，因此单季度业绩波动依然较大。

**图表 49. 2016H1-2018H1 营收和净利润增速变化**


资料来源: Wind, 中银证券

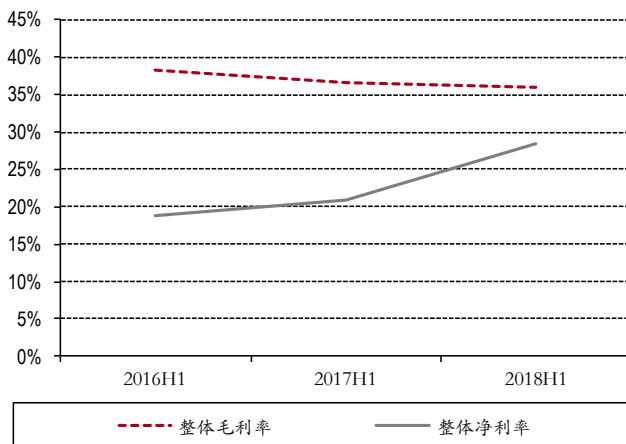
**图表 50. 2016H1-2018H1 营收和净利润增速变化 (不含光线)**


资料来源: Wind, 中银证券

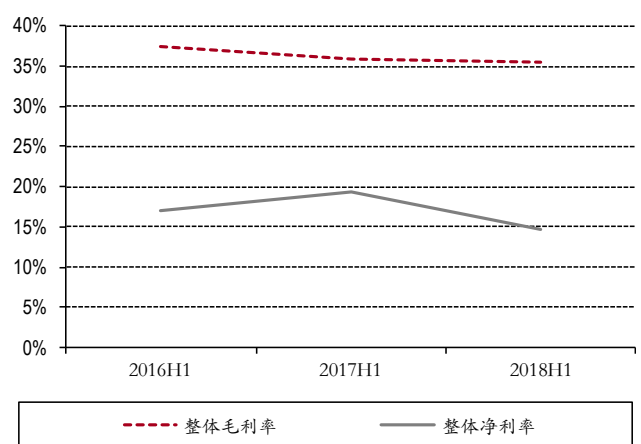
**图表 51. 2016Q1-2018Q2 子板块营收及归母净利润同比增速情况**


资料来源: Wind, 中银证券

盈利能力方面,子板块(剔除光线传媒)2018年上半年整体毛利率为35.5%,与2017年上半年基本持平;整体净利率为14.8%,较2017年减少4.5个百分点。

**图表 52. 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化**


资料来源: Wind, 中银证券

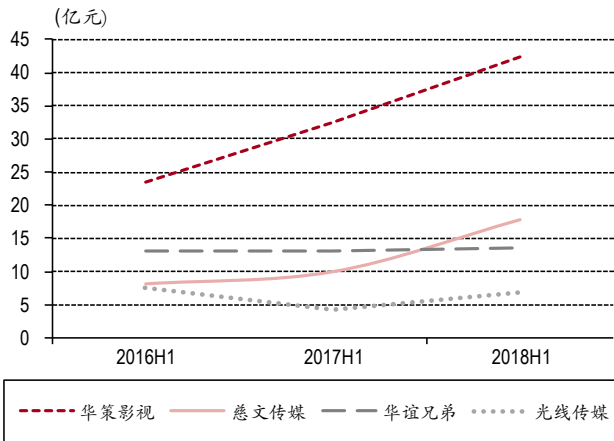
**图表 53. 2016H1-2018H1 毛利率和净利率变化 (不含光线)**


资料来源: Wind, 中银证券

视频网站的发展减轻了影视剧制作公司资金链压力。影视剧制作公司处于影视剧行业中段，受制于传统的市场强势，普遍具有收款慢，项目结算周期长的特点。而视频网站相较于传统渠道，回款周期较短，且往往愿意与制作公司提前签订影视剧制作合同，这也是影视剧制作公司愿意联合视频网站发展全网剧的主要原因之一。

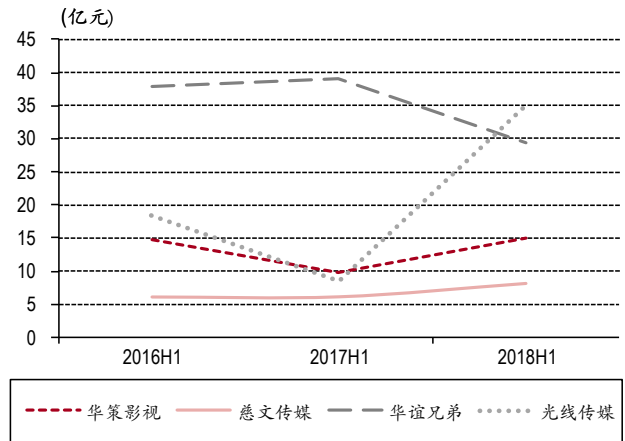
从近三年资本结构情况来看，电视剧制作公司应收账款逐年增长的情况并未发生改变，其中华策影视 2018 年上半年期末应收账款余额为 42.3 亿元，为行业最高；但是依靠与视频网站的紧密合作及视频网站大额预收款的支持，各主要电视剧公司近年来货币及货币等价物净额保持稳定。

图表 54. 2016H1-2018H1 影视公司应收账款情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中银证券

图表 55. 2016H1-2018H1 影视公司现金及等价物情况 (亿元)



资料来源: Wind, 中银证券

视频网站的发展和对优质内容的需求也促使一部分以往以电影内容制作为主要的公司开始转型网络剧、网络电影制作。以光线传媒为例，公司 2018 年上半年电影业务收入 4.72 亿元，同比减少 34.76%，但自公司 2017 年下半年开始宣布开始发展网络视频内容后，电视剧业务收入在 2018 年上半年达到 2.36 亿元，同比增长 477.32%。电影投资由于是纯 ToC 因此风险大且不稳定，在视频网站的发展带动电视剧行业开始步入良性发展轨道后，像光线、华谊这样在内容制作方面有丰富资源能力的公司也开始重新布局电视剧内容领域。

**图表 56.2018 年主要影视剧公司电视剧内容拍摄投资计划**

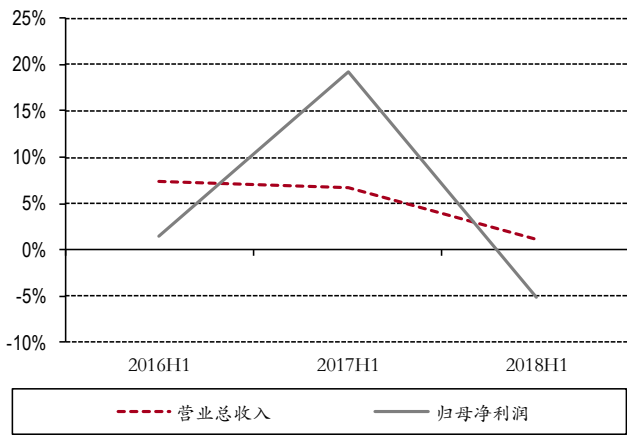
公司名称	类别	项目名称	进度
华谊兄弟	电视剧	喵汪有妖	待定
		Boy	待定
		超能太监 3	待定
		机甲神七	待定
		白蛇后传之拯救玉帝	待定
		谋杀记忆	待定
		隧道大逃杀	待定
		喜欢你时风好甜	待定
		欢喜猎人	待定
		古董局中局之鉴墨寻瓷	待定
光线传媒	电视剧	长河落日	监制：韩三平
		左耳	导演：陈慧翎
		我在未来等你	导演：薛凌 主演：李光洁
		无法直视	导演：任钊萱
		八分钟的温暖	导演：嵇政
		东宫	待定
		第十二秒	主演：任重
		逆流而上的你	主演：潘粤明
		也平凡	主演：郑凯
		盗墓笔记 2	导演：刘国辉
慈文传媒	电视剧	听雪楼	总导演：尹涛
		江山纪	导演：高希希
		我的健身教练	导演：赵晨阳 主演：汪东城
		风再起时	主演：陆毅
		极速青春	(沪) 剧审字 (2018) 第 012 号
	网络剧	爵迹之临界天下	完成制作
		风暴舞	拍摄中
		杨凌传番外篇	已完成, 待播
		暗黑者 3	后期制作中
		大唐魔盗团	后期制作中
网络电影	千门江湖	后期制作中	
	等等啊, 我的青春	后期制作中	
	我的丫鬟是总监	后期制作中	
	特勤精英	拍摄中	
	谁动了我的运气	拍摄中	
华策影视	网剧	我的莫格利男孩	计划 2018H2 开机
		一代军师	计划 2018H2 开机
		你是我的城池营垒	计划 2018H2 开机
		就喜欢你看不惯我的样子	计划 2018H2 开机
		加油, 你是最棒的	计划 2018H2 开机
		灰太狼, 来了	计划 2018H2 开机
		新东游记	计划 2018H2 开机
		八千里路云和月	计划 2018H2 开机
		带电的你	计划 2018H2 开机
		探幽录	计划 2018H2 开机

资料来源: Wind, 中银证券

### 传统出版媒体板块：传统媒体业绩大幅下滑，民营出版公司稳健增长

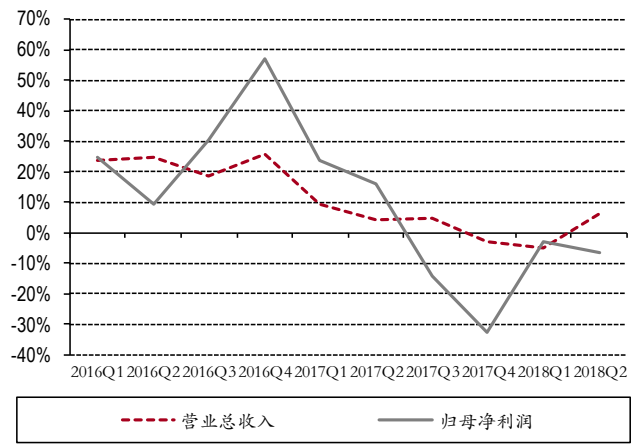
传统出版媒体板块我们统计了 17 家上市公司业绩情况。2018 年上半年整体营收同比增速为 1.1%，较 2017 年同期下滑 5.6 个百分点；归母净利润同比增速为 -5.2%，较 2017 年同期下滑 24.4 个百分点。单季度业绩方面，2018 年上半年随着传统出版媒体的转型以及传统媒体广告刊例价增幅的反弹，传统出版媒体营收增速下滑的趋势开始企稳。2018 年二季度营收同比增速为 6.1%，而归母净利润增速依旧为负，但逐渐收窄。

图表 57. 公司 2016H1-2018H1 营收和净利润同比增速变化



资料来源: Wind, 中银证券

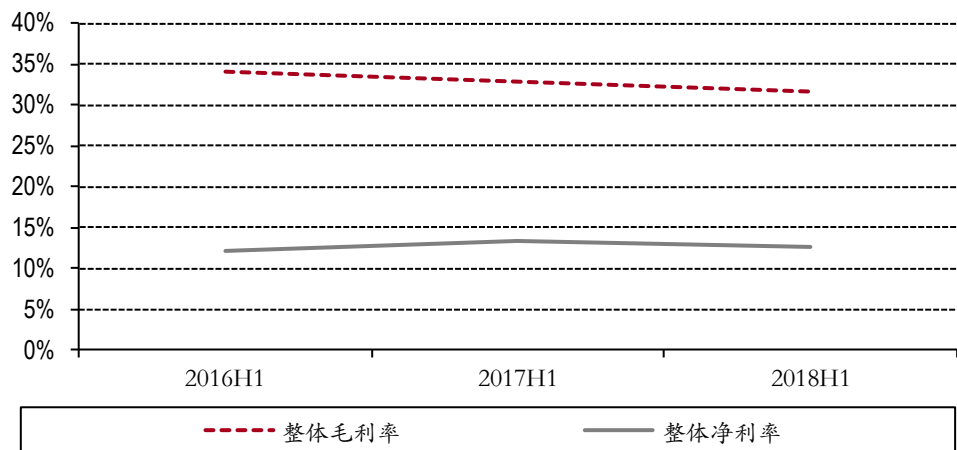
图表 58. 公司 2016Q1-2018Q2 单季度季度营收和净利润增速



资料来源: Wind, 中银证券

盈利能力方面, 2018 年上半年子板块整体毛利率及净利率分别为 31.5%和 12.6%, 与 2017 年同期相比略有下滑。

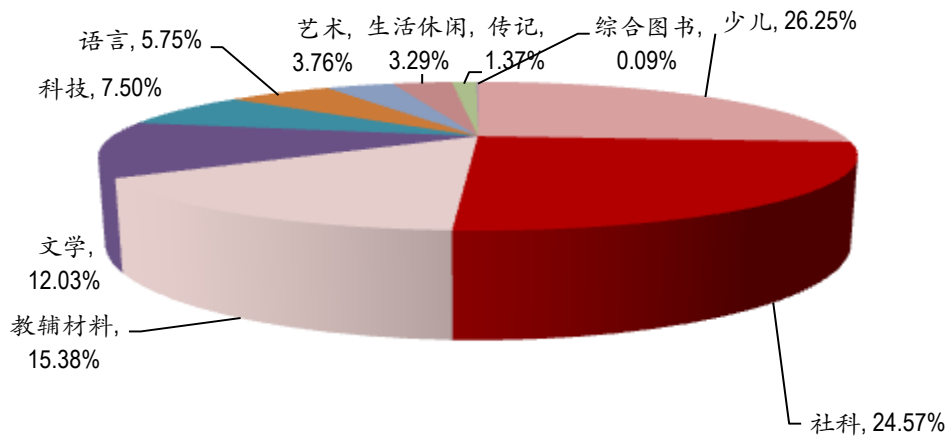
图表 59. 2016H1-2018H1 年传统出版媒体毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 中银证券

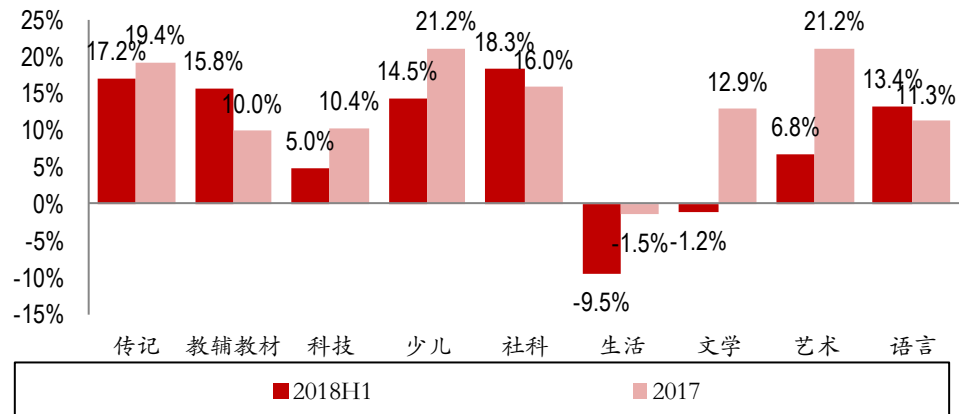
行业方面, 传统报刊媒体集团由于报刊、杂志等传统广告渠道刊例花费增幅在近年来始终处于负增长水平, 因此收入下滑较为明显; 而传统出版集团由于对所在地区的部分图书出版领域拥有垄断地位, 因此营收及净利润整体保持稳定。数据显示, 2018 年上半年图示市场整体同比增速为 11.37%, 较 2017 年全年 14.55%的增速水平略有下降, 图书零售市场品种规模达到 161.23 万种, 较 2017 年同期增长 2.53%。实体书店在 2018 年上半年销售规模出现负增长为-2.93%, 网络销售总规模虽同比放缓, 但仍超过 20%。在码洋占比方面, 少儿图书的码洋比重达到 26.25%, 依旧是整体零售市场中码洋比重最大的细分类别; 社科类图书码洋比重达到 24.57%, 紧随其后。

图表 60. 2018 年上半年图书零售市场细分品类占比情况



资料来源：开卷信息，中银证券

图表 61. 2017 年上半年和 2016 年图书细分品类销售增速变化



资料来源：开卷信息，中银证券

2018 年图书市场和以往最大的区别在于，2018 年 6 月推出的增值税减免政策尚未正式落地。根据 6 月 5 日财政部和税务总局联合发布的《通知》内容，自 2018 年 1 月 1 日起至 2020 年 12 月 31 日，免征图书批发、零售环节增值税；对 7 类出版物在出版环节执行增值税 100%先征后退的政策；对 2 类出版物在出版环节执行增值税先征后退 50%的政策。而目前该政策尚未正式落地，受此影响，部分民营出版公司暂停了新书出版发行工作，仅针对原有出版图书进行销售工作。从行业来看，2018 年上半年国内图书零售新书品种为 9.69 万，同比下滑 2.16%。以上市公司新经典为例，2018 年上半年，公司由于新书出版发行工作的暂缓，营收和净利润同比增速均出现大幅下滑。

## 总结

综合前文分析，我们可以看到在 2018 年上半年，传媒板块整体业绩增速相比全行业依旧呈现放缓趋势。部分子版块业绩受政策影响颇为明显。游戏和出版板块在政策影响下均出现业绩放缓或下滑的现象；传统营销行业虽然行业整体增速在 2018 年上半年触底反弹，但公司营收增速仍然较为缓慢；影视内容制作公司的业绩和影视项目的收入确认时点息息相关，但是视频网站的发展使得影视公司的现金流及资产结构情况较为稳定；院线类上市公司在上半年整体业绩大幅放缓，随着院线规模的扩张，行业竞争将逐步加剧，未来如何提升非票房业务将成为发展关键。

我们认为，经历 2015 和 2016 年的并购热潮后，传媒行业整体从 2018 年开始已经进入了企业发展的中期，随着子行业的发展，上市公司业绩将更加分化。在目前市场流动性较弱的情况下，具有深度护城河、市场份额高、核心竞争力强的龙头上市公司更有可能保持业绩增速的稳定性。

推荐个股：**分众传媒、视觉中国、华策影视、光线传媒、顺网科技和芒果超媒。**

附录图表 62. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净 资产 (元/股)
					2017A	2018E	2017A	2018E	
300113.SZ	顺网科技	买入	15.39	107	0.738	0.965	20.9	15.9	4.40
000681.SZ	视觉中国	增持	29.12	204	0.408	0.564	71.4	51.6	3.83
300571.SZ	平治信息	买入	61.38	74	0.809	2.045	75.9	30.0	3.55
300413.SZ	芒果超媒	买入	37.27	369	0.073	1.164	510.5	32.0	5.40
002027.SZ	分众传媒	买入	8.45	1,240	0.409	0.475	20.7	17.8	0.85
300251.SZ	光线传媒	增持	8.19	240	0.278	0.853	29.5	9.6	3.29
300459.SZ	金科文化	买入	7.82	154	0.2	0.583	39.1	13.4	3.41
002555.SZ	三七互娱	增持	9.80	208	0.754	0.803	13.0	12.2	2.80
300133.SZ	华策影视	买入	9.52	169	0.358	0.444	26.6	21.4	4.00
603096.SH	新经典	增持	74.24	100	1.725	1.981	43.0	37.5	11.61
002624.SZ	完美世界	买入	24.13	317	1.085	1.38	22.2	17.5	6.50

资料来源: Wind, 中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 3 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371