

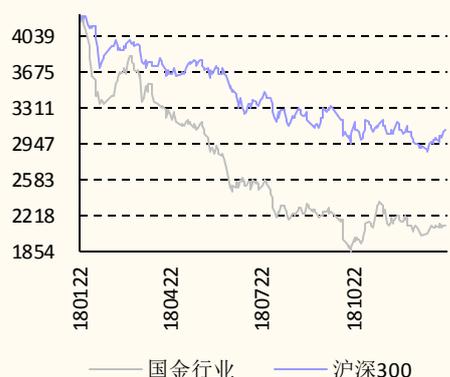
消费升级与娱乐研究中心

网络游戏行业研究 增持（维持评级）

行业研究

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金娱乐指数	2118.34
沪深300指数	3185.64
上证指数	2610.51
深证成指	7626.24
中小板综指	7725.04



相关报告

1. 《游戏的未来：这个创新严重乏力的行业，到了全面洗牌的前夜》，2018.12.24
2. 《游戏版号恢复了？只是走出了第一步而已-网络游戏行业监管政策》，2018.12.21
3. 《全球第一游戏 IP 的兴起与没落：一切荣誉转瞬即逝，唯有变革永远》，2018.12.7
4. 《IG 战队代表中国第一次举起了 LOL 世界锦标，可是那然后呢？-...》，2018.11.6

裴培

分析师 SAC 执业编号：S1130517060002
peipei@gjzq.com.cn

2019 年会发多少个游戏版号？版号恢复对市场有多大推动？我们的答案在此

行业观点

- **正常情况下，游戏行业需要多少个版号？** 根据对广电总局公开信息的彻底梳理，我们统计出 2009-2018 年总共核发了 19880 款游戏版号，其中仅 2017 年就核发了 9368 款。但是，在历史上，38%的版号都发给了棋牌类游戏，此类游戏现在是国家整顿的重点对象；还有 31%发给了泛休闲类游戏。我们估计，每年发放 5000 个版号可以满足市场的基本需求。
- **2019 年，监管部门会核发多少个版号？** 版号恢复以来，已经核发了两批共 164 个版号；平均每批核发数量高于 2017 年水平，问题在于核发频率太低。假设每月核发 3-4 批，全年可能只有 3000 个版号，甚至无法解决去年堆积的版号申请。我们固然不能排除春节之后版号核发频率大幅上升、一次核发几百个版号的可能性，但是现在看来，不能过于乐观。
- **版号问题不是手游市场面临的唯一问题：** 版号暂停发放，是 2018 年手游市场增速急剧放缓的一个原因，但绝不是唯一原因。我们看到，持续多年的“端转手”红利基本耗尽，玩家审美疲劳，爆款游戏的生命周期缩短。2019 年将是“端转手”时代的最后一年，手游行业严重缺乏长期增长点。

投资建议

- **游戏行业的供给不会出现“边际改善”：** 有人认为，在版号核发较慢、总量控制的情况下，游戏供给会出现“边际改善”，有利于整个市场的可持续发展。我们明确反对这一观点——游戏供给不仅要看数量，更要看质量。鉴于“端转手”IP 耗尽、玩法创新越来越难，我们认为 2019 年的行业供求关系不会有根本性改善，市场增速很难有显著提高。
- **“端转手”仍然是短期的市场主题：** 2019 年将是“端转手”的最后狂欢：腾讯的 DNF、COD，网易的《暗黑破坏神》，金山的《剑网 3》《剑网 2》，完美的《完美世界》，盛大的《龙之谷世界》……这些端游 IP 将贡献大部分市场增量。在非端游 IP 产品当中，只有游族的《权力的游戏》、完美的《我的起源》等具备一定看点。总而言之，今年对游戏行业的投资，仍然需要跟着头部端游 IP 走；至于 2020 年怎么办，还没有定论。
- **手游市场集中度会下降？不太可能：** 有人认为，在版号恢复之后，腾讯、网易等头部厂商承受较大的监管压力，中小厂商迎来发展良机，市场集中度可能下降。我们的观点与此相反：大型厂商的抗风险能力更强、对监管的理解更透彻、产品储备较好，反而可以提升市场份额。我们主要推荐“腾讯系”的腾讯、金山软件、完美世界、世纪华通，以及细分市场巨头哔哩哔哩。

风险提示

- 监管继续趋严；玩家审美疲劳；产品生命周期耗尽；估值偏高。

内容目录

游戏版号的历史：十年两万款，半数以上是棋牌、休闲	3
十年发放两万个版号，大部分是国产手游	3
棋牌游戏一骑绝尘，重度游戏当中 RPG 占比最高	4
2019 年，游戏版号究竟会缩水多少？看样子不少	5
游戏版号数量很可能只有 2017 年的 30%左右	5
但是，也不要忽略一次发放几百个版号的可能性	7
游戏供给有边际改善？也有可能是边际恶化	7
版号问题绝不是 2018 年手游市场增长急剧放缓的唯一原因	7
“端转手”红利即将耗尽，手游厂商接下来去哪里找 IP？	8
风险因素	10

图表目录

图表 1：2013-2018 年游戏版号发放数量	3
图表 2：历年来过审的国产与进口手游所占比例	4
图表 3：历年来过审的手游类型，棋牌、休闲占据半数以上	4
图表 4：2017 年每月获得版号的游戏数量	6
图表 5：2017 年每月发放游戏版号的次数	6
图表 6：2017 年发放版号数量最多的十个批次及数量	7
图表 7：2018 年主流手机游戏的每周全平台下载次数	8
图表 8：2018 年收入前 100 移动游戏中各类型 IP 游戏收入占比	9
图表 9：部分顶级端游 IP 改编情况	9

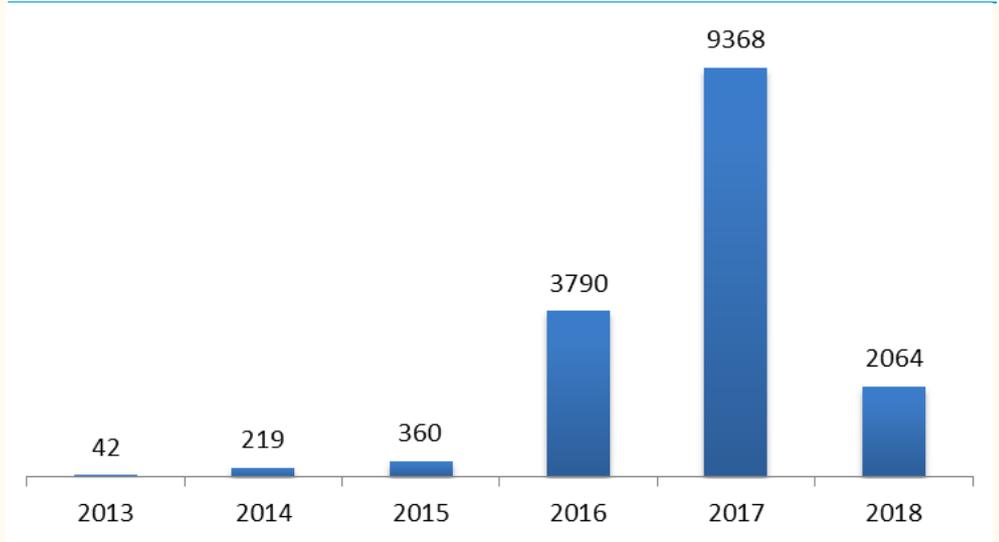
游戏版号的历史：十年两万款，半数以上是棋牌、休闲

- 通过研究广电总局的政务公开信息，我们得知：2009-2018年，全国一共有约2万款游戏过审，其中80%是手游（尤其是国产手游）。由于国家政策的变更，大部分手游都是在2016年以后申请并获得版号的。从类型上看，获得版号最多的是棋牌类游戏，占据三分之一以上；其次是休闲类。在重度游戏中，RPG游戏获得的版号最多。2018年以后，我们预计棋牌类游戏很可能再也不会获批，对版号生态造成深远影响。

十年发放两万个版号，大部分是国产手游

- 2009年至2018年十年间，全国范围内获得版号的游戏共有19880款，包括国产和进口的端游、页游、原生手游、H5游戏及主机游戏。其中进口游戏仅1064款，国产游戏18816款；手游15843款，占比接近80%。手游是一个新生事物，从2013年才开始履行版号流程。2016年6月，广电总局宣布从当年7月1日起，所有上线运营的手游都需要办理版号，存量游戏不得不扎堆申请版号，整个“补票”流程直到2016年底才接近完成。
- 从2016年7月到2018年3月，是游戏版号办理的“常态区间”，政策保持着稳定和宽松。其中，仅2017年就有9368款游戏获得版号。在此期间，手游成为了版号申请和发放的主力军，在大部分批次的版号中，都有80%以上的手游。端游、页游、主机游戏所占比例越来越低。

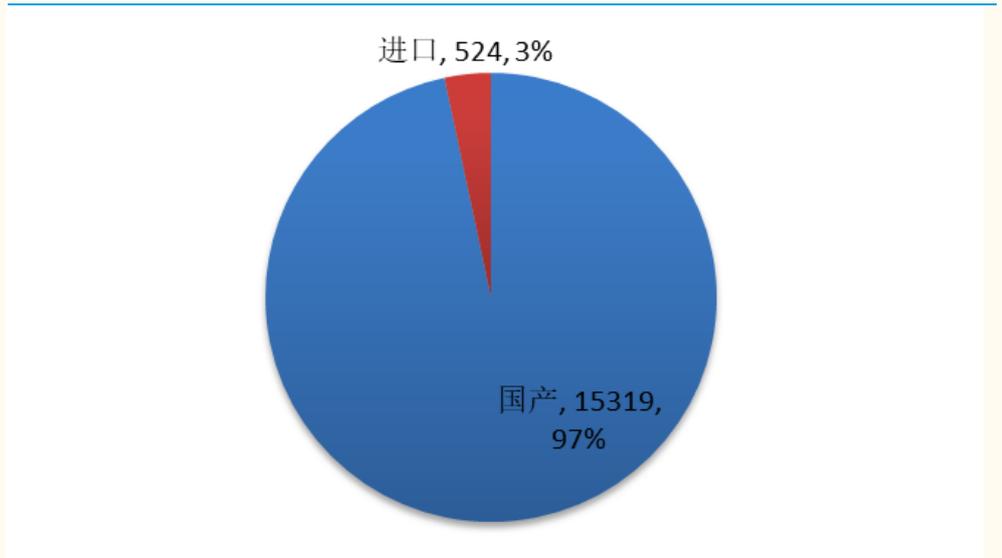
图表 1：2013-2018 年游戏版号发放数量



来源：广电总局官网，国金证券研究所

- 在所有已经过审的手游产品中，进口手游仅524款，国产手游15319款。在历史上，国产手游的审批流程远比进口手游简单，而且曾经存在“国产手游版号申请绿色通道”（2018年以后已经不复存在）。H5游戏一共只有31款获得版号，远不及已上线运营的H5游戏数量的零头，原因在于绝大部分H5游戏和小游戏以广告为变现手段，未办理版号。AR/VR题材游戏有12款获得版号，其中包括腾讯出品的《一起来捉妖》和黑桃互动的《捉妖手机》，以模仿《Pokemon Go》为核心思路，在玩法和技术上都缺乏亮点，短时间内难以成为新热点。此外，对于AR+LBS的玩法，国家监管部门持谨慎态度，这也限制了此类产品获得版号。

图表 2：历年来过审的国产与进口手游所占比例

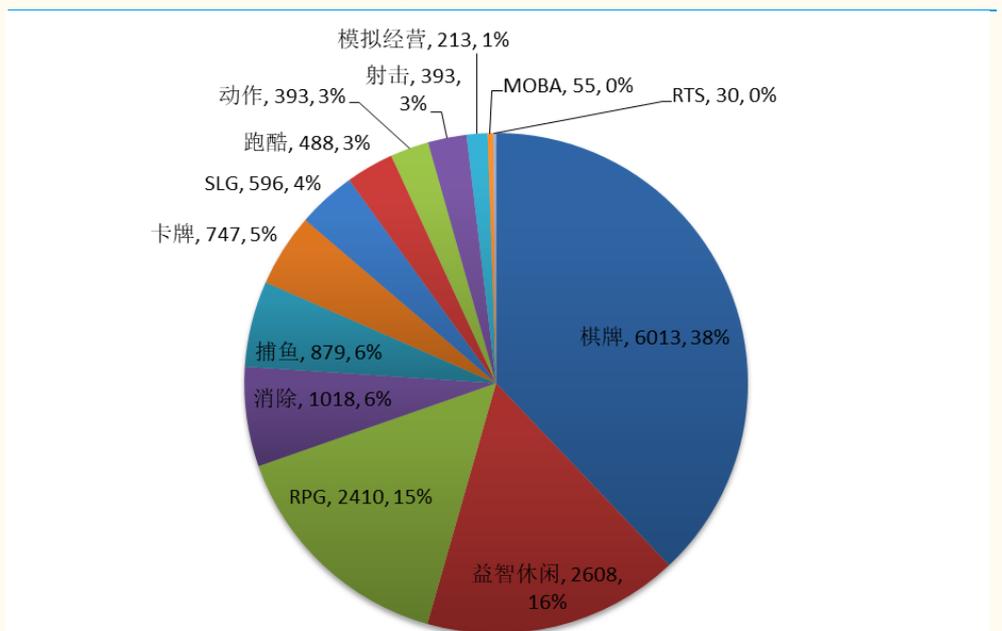


来源：广电总局官网，国金证券研究所

棋牌游戏一骑绝尘，重度游戏当中 RPG 占比最高

- 广电总局的《关于移动游戏出版服务管理的通知》将手游分为两种：“七大类”与“非七大类”，前者是指“不涉及政治、军事、民族宗教等题材内容且无故事情节或者情节简单的消除类、跑酷类、飞行类、棋牌类、解谜类、体育类、音乐舞蹈类等休闲益智国产移动游戏”，与“非七大类”相比，“七大类”游戏审批时间更短。与此同时，“七大类”产品都是轻度游戏，厂商研发成本更低，因此获得版号的手游一直以“七大类”产品为主。
- 自从 2013 年开始发放手游版号以来，所有过审的手游产品当中，有 38% 是棋牌类，16% 是益智休闲类；如果把消除、捕鱼、跑酷等“泛休闲类”游戏加起来，休闲类产品的占比还会进一步增加到 31%。棋牌类和广义休闲类游戏总共占据了历年以来过审手游的 69%。

图表 3：历年来过审的手游类型，棋牌、休闲占据半数以上



来源：广电总局官网，国金证券研究所

- 在重度游戏当中，RPG 占据了 15%，以 MMO 和 ARPG 为主，是名副其实的市场主流。中度玩法的代表——卡牌类型占比 5%，曾诞生过《刀塔传奇》（后改名《小冰冰传奇》）《我叫 MT》等早期的国民级游戏；不过随着 RPG 等更重度类型的崛起，卡牌游戏占比持续走低，大多为日漫和三国 IP 改编，目前仍有《FGO》《阴阳师》等爆款。SLG 的占比略逊于卡牌，比前两年有较大增长，占比 4%，IGG、Funplus、智明星通等依靠 SLG 在海外市场打开局面，加上《乱世王者》《率土之滨》在国内市场的成功，让行业看到了 SLG 的未来潜力。MOBA 游戏总共只有 55 款过审，还不足整个市场的 1%，其中除了腾讯的《王者荣耀》，还有网易的《非人学园》《超维对决》《决战！平安京》、沐瞳科技的《无尽对决》、英雄互娱的《无尽争霸》、巨人的《虚荣》和盖娅互娱的《自由之战》等，但在《王者荣耀》一统天下的局面之下，后来者在国内市场的挑战均以失败告终。
- 从上面的数据可以看出：重度游戏虽然贡献了整个市场的大部分流水，但是数量比例却不高。中国网络游戏市场早已进入了“头部集中”时代，“二八定律”大行其道，大型厂商都是依靠少数头部产品生存的。所以，我们固然需要关注版号核发的总体频次和数量，但是更要关注热门品类、头部产品能否获得版号，其中蕴含的不确定性很高。
- 版号恢复之后，最大的政策变动可能发生在棋牌类：2018 年，国家对棋牌类游戏进行了大规模整顿，腾讯《天天德州》等诸多热门游戏下线，地方棋牌游戏下线的数不胜数。棋牌游戏容易涉赌，即便运营方禁止赌博，玩家也可以通过第三方“变相赌博”，违反国家政策。我们预计 2019 年以后，棋牌类游戏几乎不再可能获得版号，从而释放出大量版号资源。

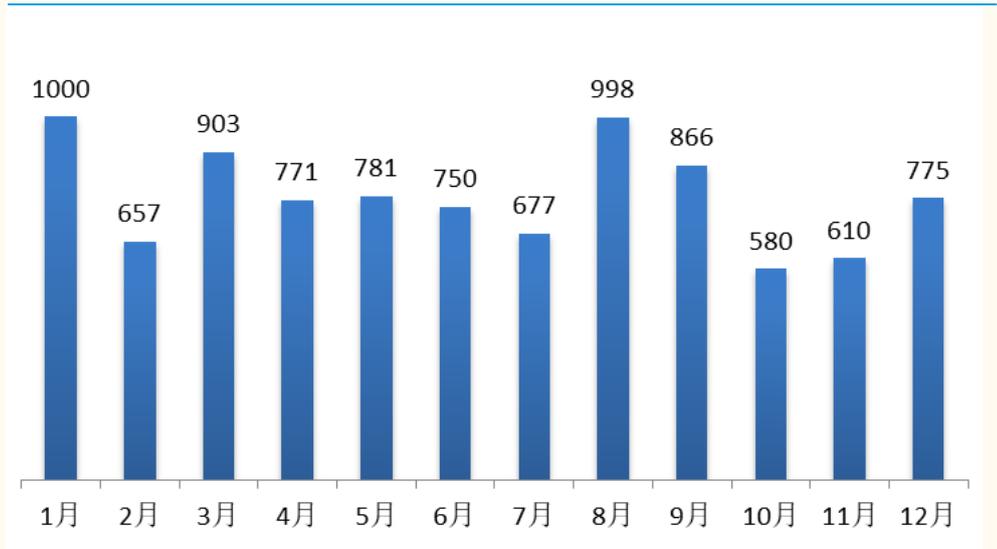
2019 年，游戏版号究竟会缩水多少？看样子不少

- 2017 年，总共有 9368 款游戏获得版号；2018 年，国家提出了“网络游戏总量调控”政策，但是没有给出具体数字。2019 年，游戏版号究竟会缩水多少？对现有市场格局会造成多大影响？我们认为，游戏版号总数将大幅度缩水，甚至降低到巅峰期的 30% 左右；但是，由于棋牌类游戏淡出市场，重度游戏受到的影响可能没有市场想象的那么大。

游戏版号数量很可能只有 2017 年的 30% 左右

- 2018 年 12 月底，游戏版号恢复发放，提振了市场信心；但是，十天之内两批次 164 款的核发节奏只能算差强人意。一方面，2018 年 4 月-2018 年 11 月版号核发暂停，造成了大量库存产品积压，按每月 600 款申请版号估算，也有近 5000 款游戏等待审批；另一方面，即便不考虑去库存压力，目前的审核速度也远不如 2017 年。
- 2017 年全国获得版号的游戏共 9368 款，核发数量最多的月份是 1 月，正好 1000 款，最少的月份是 10 月，也有 580 款。我们预计，在今年春节之前，可能还会核发一次游戏版号，使得 2018 年 12 月中旬到 2019 年 2 月初的版号发放数量达到 200-250 个。这个数字可以说非常低下，尚不足 2017 年月均发放数量的三分之一，不能满足游戏行业的需求。

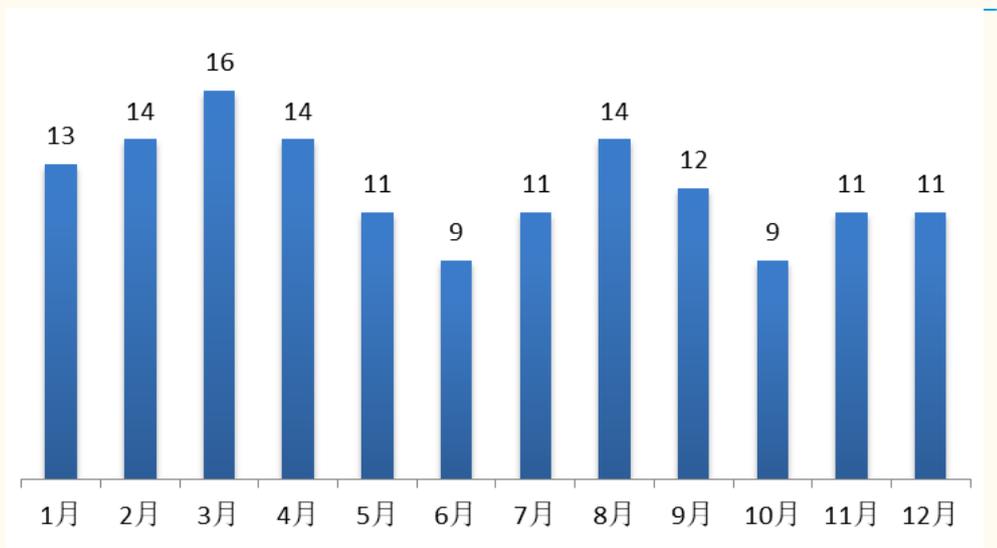
图表 4：2017 年每月获得版号的游戏数量



来源：广电总局官网，国金证券研究所

- 2017 年，游戏版号总共核发了 145 次，其中 3 月份最多，达 16 次，最少的为 6 月份和 10 月份，各自也有 9 次。2017 年全年，游戏版号月均核发 12.1 次，平均不到 3 天就会发放一批，次均核发版号个数为 64.6 个。相比之下，2018 年底恢复版号之后，前两批分别核发了 80 个和 84 个版号，绝对数量并不少。问题在于，发放频率远远低于 2017 年。
- 那么，2019 年究竟将核发多少个版号？这取决于版号发放“常态化”之后的核发频率：如果每月 3 次、每次 80 个左右，全年将核发约 3000 个；如果每月只核发 2 次，全年版号数量甚至可能少于 2000 个。除非春节以后，版号核发频率大幅度提高，否则全年版号数量大幅度下降已成定局。或许这就是对“网络游戏总量调控”政策的执行。

图表 5：2017 年每月发放游戏版号的次数



来源：广电总局官网，国金证券研究所

- 对于游戏厂商来说，不幸中的万幸是：棋牌类游戏基本不再可能获得版号，从而空出大约 40% 的宝贵版号资源。这样看来，2018 年堆积的版号申请有可能在 2019 年下半年全部解决。在历史遗留问题解决之后，重度游戏受到版号政策的影响会相对较小，因为它们在全部过审游戏中的比例本来就比较低。当然，那些涉及暴力色情、违反国家政策的游戏除外。

但是，也不要忽略一次发放几百个版号的可能性

- 在对版号发放形势保持整体悲观的同时，我们也不能排除一种可能性：中宣部出版局会不会突然加快审批节奏，一次发放几百个版号，从而较快地解决历史遗留问题？2017年，一次核发100个以上版号的情况并不罕见，最多的一批（4月18日）甚至核发了230个。如果这种情况出现，我们对2019年游戏市场格局的判断有必要做出较大调整。
- 必须指出，2017年之所以经常出现一次核发上百个版号的现象，与棋牌类游戏关系很大：棋牌类产品大同小异、审核简单，当时有些批次核发的版号甚至全部是棋牌类游戏。现在，棋牌类几乎不可能获得版号了，也就很难出现一次核发几百个版号的“盛况”了。无论如何，在监管政策变化很快的情况下，任何可能性都不能完全排除。

图表 6：2017 年发放版号数量最多的十个批次及数量



来源：广电总局官网，国金证券研究所

- 自从2018年12月19日恢复游戏版号核发以来，版号审批速度远不如暂停之前，但考虑到机构职能调整刚刚完成、核发批次尚少等因素，我们暂时还不能下版号接下来都将以此节奏发放的定论。不过，如果将版号审核与棋牌监管、总量调控政策和道德委员会的成立等事件联系起来看，我们认为不管未来版号审核的尺度一定会比以前更为严格，存在道德风险的游戏、山寨游戏、换皮游戏将无法获得版号，棋牌游戏也会迎来版号荒。监管政策对劣质游戏的清洗，可以有效降低劣币驱逐良币的可能，不管短期还是长期来看都利好头部厂商和原创厂商。

游戏供给有边际改善？也有可能是边际恶化

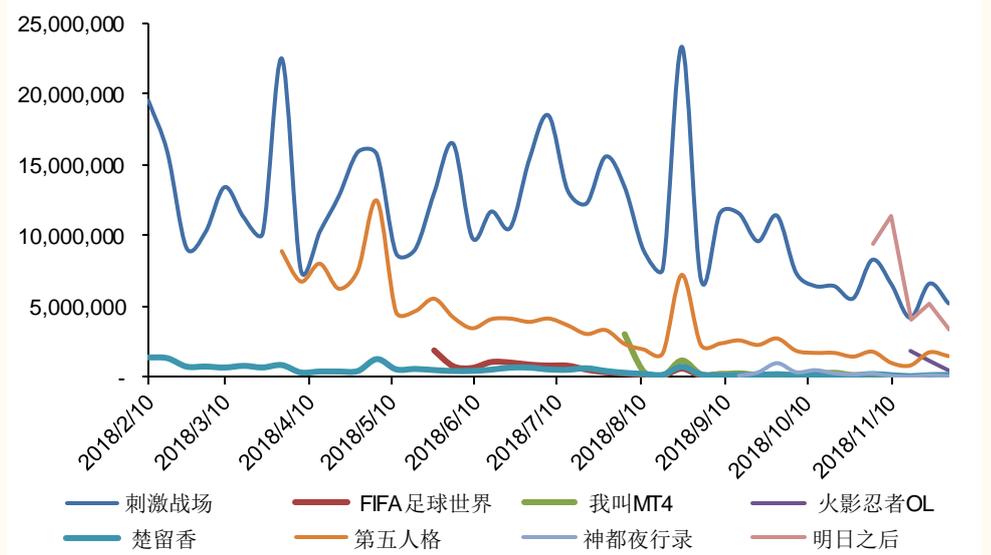
- 有人认为：2019年游戏版号恢复之后，版号数量明显减少，将使得游戏供给出现“边际改善”，可以缓和整个市场的竞争，对行业健康发展是有利的。我们对上述观点表示坚决反对：游戏供给不但要看数量，更要看质量。在“端转手”红利耗尽的今天，游戏供给更有可能出现“边际恶化”。事实上，版号问题可能根本不是2018年手游市场增速急剧放缓的主要原因，版号恢复也就很难为2019年的手游市场提供足够的支撑。

版号问题绝不是2018年手游市场增长急剧放缓的唯一原因

- 伽马数据的《2018年中国游戏产业报告》显示，2018年中国手游市场收入1339.6亿元，增速从2017年的41.7%下滑到15.4%。我们认为这个数字还略有高估，2018年手游行业收入的真实增速只有10%左右。到底什么原因导致了2018年行业增速的大幅度下滑？很多人认为是版号审批。

- 不可否认，版号确实对行业增速产生了较大程度的影响，这种影响主要体现在两个方面：首先，部分游戏因为内容不符合监管要求而无法获得版号，最典型的莫过于《绝地求生：刺激战场》《绝地求生：全军出击》两款手游，不仅因为版号问题无法变现，还对其他游戏形成分流效应，成为流量黑洞，影响行业整体营收；我们的独家爬虫数据显示，从2018年2月开始，《绝地求生：刺激战场》一直是全渠道下载量最高的手游产品，直到11月才被《明日之后》暂时超越。其次，版号审核暂停导致部分厂商在老产品走完生命周期之后没有新产品可以接棒，老玩家在迟迟玩不到新产品的情况下流失掉了，这是整个手游行业的损失。

图表 7：2018 年主流手机游戏的每周全平台下载次数



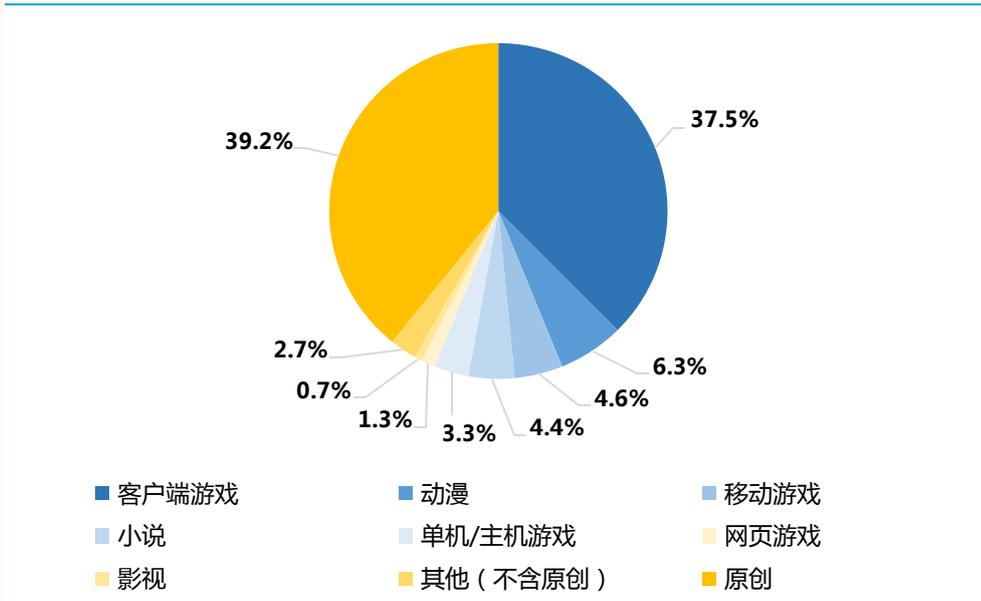
来源：应用宝，PP 助手，360 应用商店，百度应用商店，91Phone, 国金证券研究所监测数据

- 但是，版号问题远不足以使得手游行业的整体营收增速骤然下滑到 10% 左右。首先，《绝地求生：刺激战场》的巅峰期 DAU 在 4000 万以上，确实是一个“流量黑洞”，但是还不至于吸干整个市场的流量——要知道，《王者荣耀》的巅峰期 DAU 约有 1 亿！此外，用户流量与营收体量并非简单的线性相关，吃鸡手游对其他游戏收入的负面影响不一定有那么大。其次，版号并非游戏上线之前临时申请，而是在开发阶段就已备好，囤积版号是游戏行业的通行做法；市场份额越大的厂商，版号储备越丰富。据我们测算，腾讯的手游版号储备可供使用到 2019 年年中，第二梯队的厂商也大多可以撑到 2018 年年底，这意味着 2018 年的版号发放暂停并未对头部厂商造成致命影响。最后，如今的重度手游产品在开发和测试方面的时间周期大幅拉长，毫不夸张地说，版号暂停发放的 8 个月时间，甚至不如一些重磅产品测试调优所花费的时间。
- 片面地将 2018 年手游行业遭遇的问题归咎于版号问题，是一种不负责任的偷懒行为。那么，手游市场还出现了什么根本问题？我们的答案是：“端转手”红利时代步入尾声，新游表现乏力。

“端转手”红利即将耗尽，手游厂商接下来去哪里找 IP？

- 众所周知，中国手游行业在 2013 年开始的第一波增长得益于人口红利，第二波增长则由 IP 驱动。在各类型 IP 中，“端转手”是经过市场验证的最成功的路径。2018 年收入 TOP100 的手游中，端游 IP 改编产品收入占比 37.5%，可谓一枝独秀。我们还需要注意：《王者荣耀》这款超级头部产品，名义上是原创 IP，实际上模仿了端游《英雄联盟》；如果把它划入“端转手”行列，端游 IP 所占的市场份额将超过 50%。

图表 8：2018 年收入前 100 移动游戏中各类型 IP 游戏收入占比



来源：伽马数据，国金证券研究所

- 问题在于：第一，端游 IP 的消耗速度永远超过其孵化速度。今天，国内知名端游 IP 基本已被消耗殆尽，有些还被多次改编，只余数款硕果仅存。2018 年，《传奇》《奇迹》两款有十几年历史的老端游都被再次移植为手游，国产端游大作《魔域》第三次被改编为手游，就连《魔力宝贝》《石器时代》等“上古端游”都已经被搬上移动端。不仅如此，端转手之风甚至延及 Steam 和主机平台，《绝地求生》《堡垒之夜》《方舟：生存进化》《鬼泣》《上古卷轴：刀锋》……都是例证。
- 第二，即便只看当下，新上线的端转手产品与以往的同类产品相比，在相同的榜单位置，用户量级和收入规模都有明显下滑，且其生命周期显著缩短。例如，《奇迹：觉醒》《魔力宝贝》都只在畅销榜前列停留了 1-2 个月，《传奇世界 3D》只停留了 1 个星期。这说明玩家对“端转手”套路产生了审美疲劳，这一点也是手游市场增速下滑的最根本原因。因此，端转手狂欢之后，所有人都要面对即将来临的后 IP 时代所滋生的产品焦虑。

图表 9：部分顶级端游 IP 改编情况

	传奇	天龙八部	征途	奇迹	魔域
2014	决战沙城	天龙八部 3D	征途口袋版	全民奇迹	魔域口袋版
2015	热血传奇		新征途 (征程)		
2016	沙巴克传奇 我们的传奇		征途手机版		
2017	传奇世界手游 传奇霸业	天龙八部手游			魔域手游
2018	传奇世界 3D			奇迹 MU：觉醒	风暴魔域

来源：公开资料，国金证券研究所

- 敏锐的厂商都嗅到了后 IP 时代的味道，各个“新赛道”被先后提出，整个手游行业提了整整四五年的“产品为王”首次真正受到正视，《太吾绘卷》《中国式家长》等创新产品的成功，似乎昭示着游戏行业的未来，但是创新谈何容易？幸存者偏差的存在，往往让我们无视那些成功案例背后的枯骨。大厂商不同于小团队，先求稳方能求变，所以在短期之内尤其是 2019 年，端转手仍是游戏行业最大的主题，手握重磅产品的厂商无疑具备巨大的竞争优势，这些产品包括腾讯的《DNF》手游、网易的《梦幻西游 3D》《暗黑破坏神：不朽》、完美世界的《完美世界》《我的起源》、游族网络的《权力的游戏：凛冬将至》、盛大游戏的《龙之谷：世界》和金山软件的《剑网 3：剑指江湖》《剑网 2：剑歌行》《最终幻想：勇气启示录》。

- 必须指出，2019 年很可能是“端转手”红利的最后一年。无论版号政策放宽还是收紧，都不改变这一事实。在“端转手”最后阶段的狂欢中，市场份额可能进一步向掌握端游 IP 资源的少数大型厂商集中。腾讯、网易两大巨头，“腾讯系”优质内容方，以及 B 站等细分市场霸主，将进一步侵吞中小厂商的生存空间。部分投资者和媒体至今还认为：版号恢复将有利于中小厂商扩张市场份额，腾讯、网易等巨头反而会受损。我们不赞成这种观点：大型厂商由于抗风险能力较强、产品储备较好，市场份额反而可以进一步上升，而中小厂商将被并入它们的生态系统之内。

风险因素

- 国家对游戏行业尤其是手游的监管可能进一步趋紧，即便游戏版号恢复了，内容审核可能偏严，总量控制将开始执行。
- 游戏尤其是手游玩家的审美疲劳倾向非常明显，今后发行的所有手游产品的商业价值都可能受到影响。
- 无论端游还是手游产品都面临着生命周期耗尽的风险。
- 许多上市游戏公司的估值可能仍然偏高。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH