

**传媒**
**署名人: 冷星星**

S0960511030017

0755-82026747

lengxingxing@cjis.cn

**参与人: 万玉琳**

S0960111080511

0755-82026907

wanyulin@cjis.cn

**合理估值区间:** 10.50-13.02 元

当前股价: 14.42 元

**基本资料**

上证综合指数	2128.30
总股本(百万)	1097
流通股本(百万)	63
流通市值(亿)	9
EPS	0.88
每股净资产(元)	-1.71
资产负债率	169.57%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
华数传媒	621.0	621.0	621.0
中投传媒	0.74	1.90	-11.0
沪深 300 指数	4.35	-3.39	-10.2

**华数传媒**
**000156**
**务实且创新的优秀有线运营商**
**投资要点:**

- **公司是专业从事数字电视网络运营与新传媒发展的营运企业。**其中有有线电视网络业务主要覆盖杭州市八区五县;截至2011年12月,公司现有有线电视注册用户 234.6 万户(主终端),互动电视收费用户逾百万户,互联网视听业务服务宽带用户达 500 多万户,互联网电视市占率约为 70%。
- **上市资产及评估情况。**拟上市资产是华数集团等五方持有的华数传媒 100% 股权,公司及其下属子公司主营全国新媒体业务和杭州地区有线电视网络业务。在评估基准日 2010 年 9 月 30 日持续经营前提下,账面净资产为 30483 万元,收益法评估净资产价值为 170618 万元(增值率 459.72%)。
- **发行后股本及股权情况。**本次非公开发行 978,090,000 股,公司总股本增加至 1,097,025,730 股。公司的控股股东将变更为华数集团,将持有公司 595,674,536 股,占总股本约 54.30%。
- **行业情况及公司地位。**1) 传统业务:有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生;2) 新媒体行业成长空间巨大。浙江省和公司的各项业务处于全国领先地位,公司借助 3G 手机电视、互联网电视的全国集成运行许可等资质,位居全国新媒体和三网融合的第一阵营。
- **公司发展战略。**在三网融合时代、移动互联网时代和新的媒体消费模式下,公司将角色定位于:立足浙江、面向全国,引领广电网络发展,不断创新新媒体发展模式,成为全国范围内为多网多屏提供内容应用的服务提供商。
- **合理价值区间 10.50-13.02 元。**据公司业绩承诺,按最新股本 10.97 亿,2011-2014 年公司 EPS 分别为 0.09、0.14、0.21、0.25 元,年复合增长 41%。我们选取 A 股中 7 家有线网络公司和 1 家新媒体公司(百视通)进行对比,可比公司 2013 年预测市盈率为 10-31 倍。由于公司的有线网业务和新媒体业务均有成熟明晰的商业模式并都已实现盈利,结合近三年业绩复合增速 41% 的承诺,我们认为公司可享有 2013 年 41 倍 PE。同时由于公司是确定的浙江省网整合平台,且新媒体业务具有较大潜力,未来发展空间巨大,我们认为公司可在 41 倍 PE 的基础上享有 20-50% 的估值溢价。因此,公司合理价值区间为 10.50-13.02 元,对应 PE50-62 倍。

**风险提示:**

- 盈利预测风险; 经营风险; 政策风险。

## 目录

1、上市资产及评估情况 .....	3
2、发行后股本及股权情况 .....	4
3、行业情况及公司地位 .....	5
3.1 传统业务：有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生 .....	5
3.2 新媒体行业成长空间巨大 .....	6
3.3 浙江省和公司的各项业务处于全国领先地位 .....	7
3.4 公司的竞争地位 .....	9
4、公司发展战略 .....	9
4.1 整体发展战略：成为全国性多网多屏内容应用服务提供商 .....	9
4.2 各业务板块发展战略 .....	10
5、盈利预测和投资价值分析 .....	10
6、风险提示 .....	11

## 1、华数传媒：务实且创新的优秀有线运营商

### 谁是华数传媒

- 华数传媒是专业从事数字电视网络运营与新传媒发展的营运企业，其中有线电视网络业务主要覆盖杭州市八区五县；
- 截至 2011 年 12 月，公司现有有线电视注册用户 234.6 万户（主终端），其中杭州市区用户数 88.11 万户，杭州各区县主终端收费标准为：市区 21 元/月，二区五县 14 元/月；
- 截至 2011 年 12 月，公司互动电视收费用户逾百万户；
- 截至 2011 年 12 月，公司互联网视听业务已经为杭州电信、浙江联通等众多宽带运营商提供服务，服务的宽带用户达 500 多万户；
- 2011 年华数互联网电视整体市场占有率约为 70%；

公司及其下属子公司主营全国新媒体业务和杭州地区有线电视网络业务。杭州地区有线电视网络业务主要包含在杭州市八区五县开展有线电视网络建设、节目内容传输服务。全国新媒体业务主要指面向全国的新媒体内容、技术服务及运营，包括互动电视/IPTV、手机电视、互联网电视及互联网视听的内容、技术服务与运营业务。其中，新媒体业务是公司的重点业务发展方向。

### 上市资产及评估结果

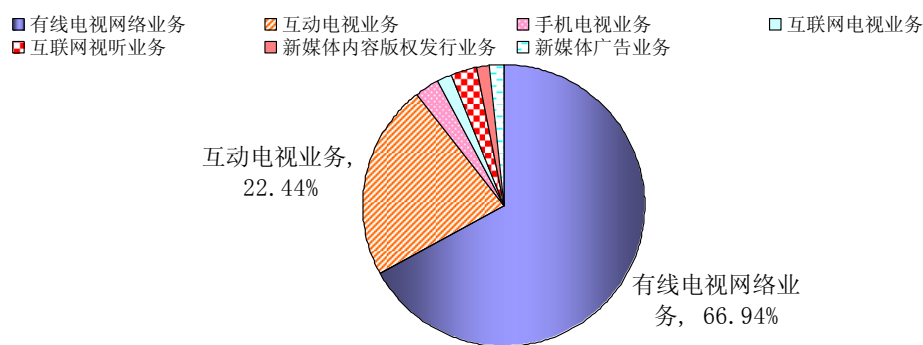
拟上市资产是华数集团、千禧龙、二轻集团、东方星空、浙江发展等五方持有的华数传媒 100% 股权。拟置入资产包括：富阳华数 100% 股权、萧山华数 100% 股权、余杭华数 100% 股权、建德华数 100% 股权、淳安华数 100% 股权、临安华数 100% 股权、桐庐华数 100% 股权、浙江华数视联科技 50% 股权、浙江爱上网络科技 49% 股权、浙江华云数字科技 39% 股权、浙江嘉华优视文化传播 38% 股权、浙江盛网华视科技 34% 和青岛海信传媒网络技术 19.98% 股权。

经过成本法和收益法评估，在评估基准日 2010 年 9 月 30 日持续经营前提下，华数传媒账面净资产为 30482.92 万元，成本法评估净资产价值为 67575.82 万元（增值率 121.68%），收益法评估净资产价值为 170618.00 万元（增值率 459.72%）。综合考虑公司所处行业特点及当下经营环境，选择收益法作为最终评估结果，同时加上千禧龙增资缴纳认购价款（25000 万元）为 195618 万元，即华数传媒 100% 股权的价值。截至 2011 年 12 月 31 日，资产评估并未减值，账面上看，拟置入资产的总资产为 30.86 亿元，净资产为 6.99 亿元，总收入为 12.94 亿元，利润总额为 1.31 亿元，净利润为 1.19 亿元，其中归属于母公司的净利润为 1.19 亿元。

### 公司快照

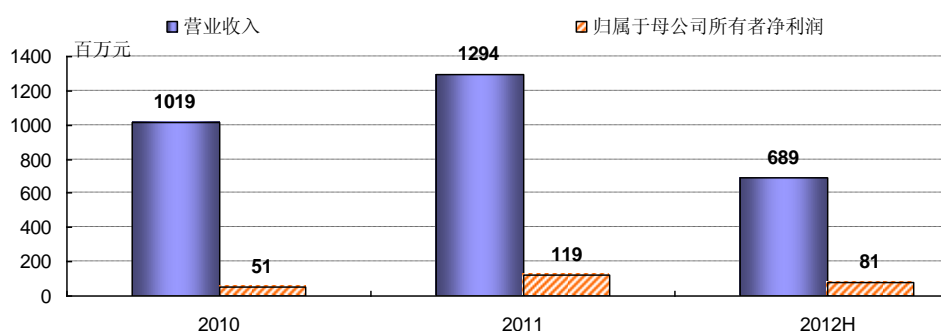
- 公司主营业务收入来源包括有线电视网络业务、互动电视业务、互联网视听业务、手机电视业务、互联网电视业务、新媒体内容版权发行业务和新媒体广告业务。
- 有线电视网络业务是公司主营业务收入的主要来源，截至 2011 年底该项业务的收入占比仍在 65% 以上。
- 截至 2011 年底，营业收入达 12.94 亿元，较上年同比增长 27%；净利润达 1.19 亿元，较上年同比增长 134%。

图 1: 有线电视网络业务是公司主营业务收入主要来源 (2011)



资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

图 2: 公司营业收入和净利润情况 (2010-2012H)



资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

## 2、发行后股本及股权情况

本次非公开发行 978,090,000 股, 总股本增至 1,097,025,730 股。公司的控股股东将变更为华数集团, 将持有公司 595,674,536 股, 占总股本约 54.30%。

表 1: 交易后公司股本结构

股东	数量 (股)	比例 (%)
华数数字电视传媒集团有限公司	595,674,536	54.2990
湖南千禧龙投资发展有限公司	169,184,247	15.4221
浙江省二轻集团公司	99,085,821	9.0322
东方星空创业投资有限公司	57,072,698	5.2025
浙江省发展资产经营有限公司	57,072,698	5.2025
洪江市大有发展有限责任公司	17,809,000	1.6234
上海景贤投资有限公司	11,246,000	1.0251
深圳市孚威创业投资有限公司	11,000,000	1.0027
深圳市天美成投资发展有限公司	7,800,000	0.7110
深圳市鼎丰达投资发展有限公司	1,500,000	0.1367
其他股东	69,580,730	6.3428
合计	1,097,025,730	100

资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

### 3、行业情况及公司地位

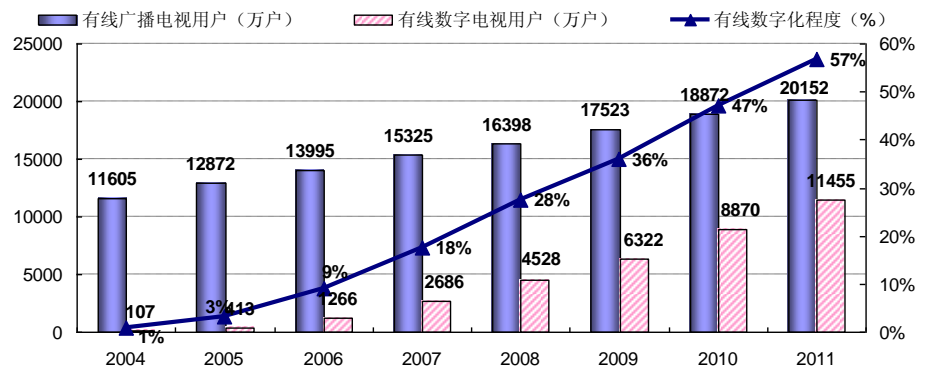
#### 3.1 传统业务：有线网整合备战三网融合 大规模双向网改期待浴火重生

自三网融合在国务院层面推出以来，广电领域的有线网行业面临前所未有的机遇和挑战。为提升行业竞争力，谋求更长远的未来发展，1) 全国有线电视数字化正加速推进；2) 有线网运营商将克服困难深入推进有线网的进一步整合，目前仍以省网整合为主。按三网融合规划，预计 2012 年底将完成全国有线网的整合。3) 有线网的双向化是有线数字电视增值业务发展的基础条件，是创造有效盈利模式、提升有线数字电视竞争力的必然路径，目前全国各地都在忍受巨大的资本开支，加速推进双向网改造。4) 高清电视是广电行业的最大竞争优势，高清交互业务将是有线数字电视未来发展的必然趋势，也是有线运营商应对三网融合之后来自 IPTV 等竞争对手的制胜利器。

##### 全国有线电视数字化正加速推进

- 截至 2012 年 6 月，全国有线广播电视用户达 2.02 亿户。
- 截至 2012 年 6 月，全国有线数字电视用户达到 1.24 亿户，有线数字化程度达 62%。

图 3：有线广播电视用户规模和数字化程度不断提高（2004-2011）



资料来源：国家广电总局，中投证券研究所

有线网运营商将克服困难深入推进有线网的进一步整合，目前仍以省网整合为主。按三网融合规划，预计 2012 年底将完成全国有线网的整合。

- 截至 2011 年，全国仍有近 11 个省或地区未完成省网整合。
- 根据各地有线网络的不同特点，有线运营商整合手段多样，目前多数采用的是“行政+资本”方式。

**表 2: 全国各地有线网整合情况**

完成时间	地区
2001	海南
2003	江西
2005	天津
2007	陕西, 河北
2008	吉林
2009	江苏, 贵州, 河南
2010	北京, 云南, 山东, 宁夏, 新疆, 四川
2011	上海, 黑龙江, 辽宁, 湖南, 甘肃
未完成	广西, 安徽, 西藏, 浙江, 福建, 广东, 青海, 内蒙古, 山西, 重庆, 湖北

资料来源: 国家广电总局, 中投证券研究所

**有线网的双向化是有线数字电视增值业务发展的基础条件, 是创造有效盈利模式、提升有线数字电视竞争力的必然路径, 目前全国各地都在忍受巨大的资本开支, 加速推进双向网改造。**

- 截至 2012 年 3 月, 有线双向网络覆盖用户达到 6836 万户。
- 目前我国有线网络运营商加快了双向网络改造步伐, 在 12 个三网融合试点城市中, 上海、南京、杭州、哈尔滨、深圳、长沙的有线电视双向网络覆盖率均已超过 80%, 但双向网络用户渗透率仍偏低。
- 格兰研究调查显示, 目前有线运营商进行双向网改的实际户均成本为 500-600 元, 随着市场规模的扩大, 产品量产, 网改设备价格的不断下降, 网改成本将逐步降低。

**高清电视是广电行业的最大竞争优势, 高清交互业务将是有线数字电视未来发展的必然趋势, 也是有线运营商应对三网融合之后来自 IPTV 等竞争对手的制胜利器。**

- 截至 2012 年 3 月底, 我国高清数字电视用户达 955.9 万户。
- 目前, 高清机顶盒主要分布在北京、深圳、广西等地区。高清电视推广模式主要有以北京为代表的行政模式和以深圳为代表的市场模式。可以看到, 现在的市场下行政对于高清普及的推动力大于市场推广。而无论是哪种市场模式, 有线运营商都是将高清和双向交互业务捆绑在一起发展, 但从市场反馈来看, 高清对于交互业务的拉动还未完全显现。

### 3.2 新媒体行业成长空间巨大

**互动电视受有线网络数字化推动, 将成为运营商的新服务品牌和竞争力**

广电互动电视的发展主要由广电有线网络的数字化进程而推动。目前中国广播电视的数字化、网络化、IP 化正从广度和深度两个方向加快推进, 直接推动电视传播方式、服务方式、消费方式和影视产业新一轮革命。互动电视成为这一进程中优质服务产品, 也是未来一个阶段最具想象空间的信息娱乐产业。当前, 中国各地有线电视传输机构正在推进数字化整体转换和双向交互改造, 数字互动电视也成为了新兴服务品牌以及核心竞争力的所在。

预计互动电视的发展将给广电带来一次系统性革命：一是电视传播机构的功能将得到极大扩展，从内容创意、制作生产、广播平台向一个更宽广业务领域的下一代新闻信息娱乐服务基础平台转变。二是信息娱乐服务的接受和消费方式将发生深刻变革，从定点定时看电视的广播式服务向随时随地随心所欲看电视的双向互动式服务转变。三是互动电视将带来内容产业的大发展，促进影视产业结构大调整。进而会带动中国广电企业经营和行业管理的变革。

### 手机电视业务将受益于 3G 手机普及和用户对碎片化时间娱乐诉求提升

手机电视的推广主要依靠 3G 手机的逐步普及，短视频是互联网时代快餐文化兴起后的产物。随着 3G 网络的逐渐成熟，由于广大用户有着对碎片化时间消遣、管理、娱乐、增加谈资等方面的诉求，用户对手机短视频使用逐渐增加。

2009 年初国内 3G 牌照正式发放，根据各运营商公布的运营数据，截至 2011 年底，中国联通的 3G 用户数达到 4,018 万户，中国移动的 TD-SCDMA 用户数为 5,100 万户，而中国电信的 3G 用户数为 3,629 万户，三者合计为 12,745 万户，相比 2009 年底的 1,141 万人，增长迅猛。

国内的手机视频业务于 2010 年兴起，此后一直快速增长。数据显示，截至 2011 年底，中国移动使用手机视频业务的用户数超过 1,700 万。最晚进入 3G 市场的中国电信，其天翼视讯手机业务用户已突破 1,000 万。2012 年以来，手机视频业务保持高速增长，据业内预测，仅中国移动的视频基地的 2012 年全年收入预测就可达 16 亿元，其中 2012 年手机视频内容服务市场容量将达到 6 亿元。

### 中国互联网电视业务因庞大网民群体和彩电消费量而大有空间

互联网电视不仅仅是内容的整合，它具有一定的历史使命，承载了社会价值，有社会效益。电视是将来娱乐终端，也是综合性的服务平台，包括互动性的游戏，包括教育，包括家庭的视频会议中心，甚至将来的电子商务，这个空间的产业规模将远远大于目前电视的产业规模。作为拥有全球最大互联网用户以及电视机用户的中国，毫无疑问拥有发展互联网电视业务的优势。

**首先，中国拥有全球最大的互联网用户群。**截至 2011 年底，我国网民规模达到了 5.13 亿，互联网普及率达到 38.3%。中国庞大的互联网用户群是未来互联网电视的潜在消费群体。

**其次，中国是全球最大彩电生产国，也是全球三大彩电消费市场之一。**中国年产彩电 8,000 多万台，是名副其实的“全球彩电制造基地”，国内每年彩电销售量达 3,800 多万台。中国彩电产业市场化程度最高、产业链条最成熟，从芯片技术到彩电整机产品已经非常完善。在新兴的平板电视时代，中国企业与国际品牌站到了同一起跑线上，从终端产品到上游模组，中国制造的产品已达到了国际领先水平。2009 年 8 月，工业和信息化部提出将继续推进国家数字电视建设，加快出台各种数字电视标准，并鼓励企业研发数字电视一体机、互联网电视，以丰富终端产品繁荣消费市场。互联网电视将在未来几年成为消费者寻求的主要功能之一。

## **3.3 浙江省和公司的各项业务处于全国领先地位**

### 浙江省有线电视数字化整转处于全国领先地位，正推动一省一网建设

2004 年，杭州市率先启动有线电视数字化工作，实现市区数字化整转；在全国率先建设广播式与交互式相结合的交互数字电视，并首先成功实现商业

运营，有效带动了全省有线电视数字化双向化改造工作，浙江全省进入有线电视数字化整转时代。浙江省有线电视数字化发展推行“资本+业务”联合双轮驱动的模式，建设了“华数数字电视省级中心平台”，华数互动电视数字化服务覆盖全省 11 个地市有线电视网络、95%以上的县级网络，数字化业务发展处于全国领先。

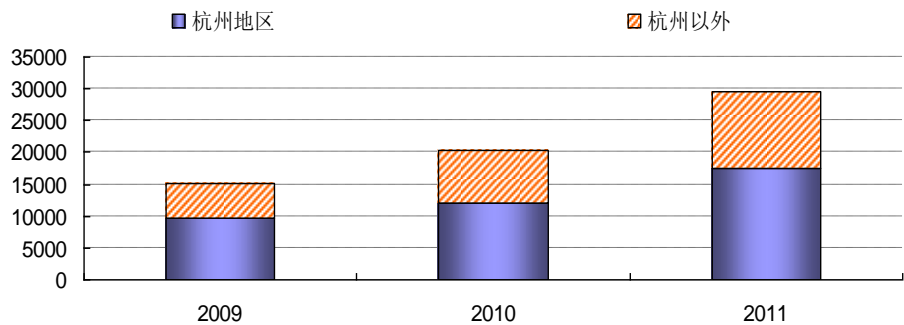
现阶段浙江省广电网络基本形成了以华数为平台的数字电视内容业务联合发展，正在努力推动“一省一网”建设。目前，杭州、宁波、湖州、嘉兴、绍兴、金华、衢州、台州、丽水 9 个市和 58 个市县城区基本完成了整体转换任务，整转率为 90.7%。截至 2011 年 10 月底，浙江全省有线电视用户数为 1,343.83 万户，其中农村有线电视用户 842.83 万户；浙江全省有线数字电视用户 1,016.24 万户，整体转换比例为 75.62%。浙江全省双向化网络覆盖用户 844.01 万户，双向化覆盖率为 62.80%，其中，城区双向化网络覆盖用户 472.70 万户，双向化覆盖率为 94.40%；农村双向化网络覆盖用户 371.31 万户，双向化覆盖率为 44.10%。

### 互动电视业务率先开创“杭州模式”，正辐射全国地区

2004 年，公司互动电视业务起步。受益于 2004 年数字电视整体转换的政策，华数集团采取主动营销策略，并于 2005 年底拥有了约 10 万互动电视用户数的规模，开广电同业的先河，构成了数字电视和互动电视发展“杭州模式”。

截至 2011 年底，公司提供的包括技术、内容及运营在内的综合服务已经辐射全国 25 个省、100 余个城市，发展了超百万互动电视收费用户。浙江省，包括杭州下辖二区五县的互动电视发展基本复制杭州市区的运营模式，实现了杭州的技术、产品和运营经验本地落地。未来公司互动电视业务潜在市场巨大。

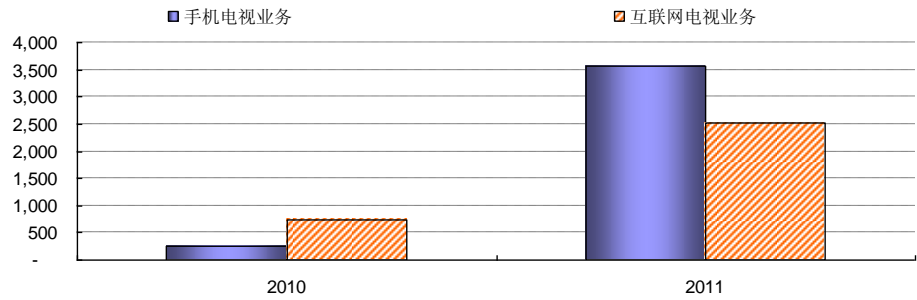
图 4: 杭州内外的互动电视业务收入逐步上升 (2009-2011)



资料来源：交易报告书，中投证券研究所

手机电视市场以及互联网电视市场尚处于起步阶段，竞争格局尚未完全形成，牌照获得方具备明显的先发优势。

图 5: 手机电视和互联网电视业务正处于起步阶段 (2010-2011)



资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

### 3.4 公司的竞争地位

华数传媒借助 3G 手机电视、互联网电视的全国集成运行许可等资质, 位居全国新媒体和三网融合的第一阵营。

表 3: 各业务模块竞争情况

业务板块	竞争情况
有线电视业务	公司在杭州地区是唯一的运营商。
互动电视业务	竞争对手主要有中国电信的 IPTV 和电脑终端上的视频产品。
手机电视业务	作为手机电视内容整合运营商, 虽起步较晚, 但已成为中国联通、中国电信 3G 手机电视最主要合作伙伴之一。
互联网电视业务	2011 年华数互联网电视整体市场占有率约为 70%, 与 TCL、长虹、海信、创维、海尔等多家国内知名电视机制造企业达成合作。

资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

## 4、公司发展战略

在三网融合时代、移动互联网时代和新的媒体消费模式下, 公司将角色定位于: 立足浙江、面向全国, 引领广电网络发展, 不断创新新媒体发展模式, 成为全国范围内为多网多屏提供内容应用的服务提供商。

### 4.1 整体发展战略: 成为全国性多网多屏内容应用服务提供商

公司整体发展战略是: 立足浙江, 面向全国, 联合产业链上下游, 依托自身团队、资质、内容、平台与运营等方面的优势, 充分利用数字化的“跨网络、跨应用、跨终端、跨媒体”的创新能力, 从传统的“网络为王”向“网络、内容并重, 用户和服务为王”转型, 以互动电视, 互联网电视, 3G 手机流媒体为发展主线, 基于三网融合的理念, 发展全国性新媒体业务, 发展成为国内真正的多网多屏、以视频业务为核心、多种内容及服务的提供商。

整体发展重点为: 技术创新、产品创新、品牌战略、强化渠道和团队建设。

## 4.2 各业务板块发展战略

表 4: 各业务板块发展战略

业务板块	发展战略
有线电视业务	2 年内完成杭州地区数字整转和双向化改造; 向高清化发展, 打造杭州成为全国高清频道最多城市; 3 年内实现有线业务全业务发展(宽带数据、融合通信等)
互动电视业务	3 类平台(自有业务、合资业务、开放业务)并行发展; 音视频为核心, 实现三网融合; 统一用户管理和内容支撑, 实现多屏互动
手机电视业务	全面整合优质内容和渠道资源; 充分发挥通信运营商的综合优势; 打造华数传媒独立的手机电视业务品牌。
互联网电视业务	强化与终端厂家合作, 拓展终端形态, 确保用户数量领先优势; 构建开放平台, 丰富内容和应用, 探索前向与后向收费模式。
互联网视听业务	多方式形成互联网视听内容分发体系, 提升用户体验; 构建业务品牌, 形成跨屏跨网发展格局。
新媒体广告业务	建设跨网多屏的新媒体广告管理和发布系统; 打造用户收费与广告运营并举模式。

资料来源: 交易报告书, 中投证券研究所

## 5、盈利预测和投资价值分析

据公司业绩承诺, 按最新股本 10.97 亿, 2011-2014 年公司 EPS 分别为 0.09、0.14、0.21、0.25 元, 年复合增长 41%。

我们采用 PE 估值法对公司进行估值: 我们选取 A 股中 7 家有线网络公司和 1 家新媒体公司(百视通)进行对比, 可比公司 2013 年预测市盈率为 10-31 倍。由于公司的有线网业务和新媒体业务均有成熟明晰的商业模式并都已实现盈利, 结合近三年业绩复合增速 41%的承诺, 我们认为公司可享有 2013 年 41 倍 PE。同时由于公司是确定的浙江省网整合平台, 且新媒体业务具有较大潜力, 未来发展空间巨大, 我们认为公司可在 41 倍 PE 的基础上享有 20-50%的估值溢价。因此, 公司合理价值区间为 10.50-13.02 元, 对应 PE50-62 倍。

表 5: 同行业可比公司 PE 对比

股票代码	股票简称	PE(TTM)	2012E	2013E	2014E
002238	天威视讯	32.91	23.03	20.21	18.86
600831	广电网络	28.06	23.88	19.24	15.52
601929	吉视传媒	38.91	43.91	31.17	26.17
600037	歌华有线	24.51	23.08	20.27	17.75

000917	电广传媒	31.37	22.11	19.98	17.01
600637	百视通	25.61	33.43	24.24	17.99
000665	武汉塑料	113.07	12.31	9.88	8.70
600832	东方明珠	34.91	27.54	22.95	19.84
	算术平均	41.17	26.16	20.99	17.73

资料来源：Wind，中投证券研究所

注：采用 2012 年 10 月 19 日收盘价

## 6、风险提示

**盈利预测风险：**如果未来实际经营与盈利预测假设不一致，可能出现实际经营成果与盈利预测结果存在一定差异的情况。

**经营风险：**公司手机电视业务以及互联网电视业务属于新兴产业，当前市场格局尚未完全形成，业务的发展存在一定的不确定性；同时如果网络在运行和维护过程中遇到设备故障或者受到非法信号的攻击而导致传输信号中断，将有可能对本公司品牌形象和用户开发造成一定影响，进而影响公司的业务经营。

**政策风险：**作为具有特殊属性的重要产业，有线电视及新媒体行业受到国家有关法律、法规及政策的严格监督、管理。一旦行业政策进行调整，本公司需及时对公司业务结构和运作模式做出相应的优化。同时如果置入资产和业务的相关税收政策和业务收费标准发生变化亦会影响公司的业务经营及实现的净利润水平。

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

冷星星, 中投证券研究所传媒行业高级分析师, 有证券投资咨询从业资格。英国圣安德鲁斯大学 (University of St Andrews) 硕士, 曾就职于 Morningstar Europe in London。2010 年水晶球入围奖。

王玉琳, 现任中投证券研究所传媒行业研究员, 南开大学经济学硕士, 2011 年加入中投证券研究所。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434