

## 《泰囧》票房有望超6亿，2013年公司将迎来 影视节目内容产业大发展

### 投资要点:

#### 1. 事件

光线传媒《泰囧》12月12日上映以来，4天累积票房接近2.3亿，有望刷新《画皮2》创造的首周3亿（4天）票房记录。周六观影人次突破263万，打破《变形金刚3》创下的国内单日人次记录。

#### 2. 我们的分析与判断

##### （一）、《泰囧》票房有望突破6亿元，证明光线传媒电影制作实力

- 1、口碑爆棚，排片率持续攀升。首日排片率34.2%，周六排片率已经上升到51.47%，《少年派的奇幻漂流》和《一九四二》合计34%。
- 2、唯一喜剧题材电影，契合档期需求。未来除《十二生肖》有一定竞争力以外，《血滴子》和《大上海》映前口碑一般，《泰囧》的票房强势将一直延续整个贺岁档。《泰囧》首周票房预计3亿左右，最终票房有望超6亿，对公司业绩贡献在13000万-14500万之间。《泰囧》的成功证明光线传媒已当之无愧的迈入国内顶级电影制作发行公司行列。

##### （二）、2013年将全面发力娱乐内容领域

- 1、虽然今年版权价格出现调整，但是我们认为版权产业还处在一个长期上升的牛市阶段，**渠道多元、版权保护和消费升级**将驱动精品内容价格不断上涨，《中国好声音》就是一个典型的案例。
- 2、公司正在从一个综艺内容生产商向全能型的娱乐内容集团拓展，2013年卫视综艺节目制作将有10部（部分采取广告分模式），与欢瑞世纪等合作拍摄10部精品电视剧，投拍发行电影10部。（表3）

##### （三）、广告业务领域向整合营销转型

公司将从过去的地面联播网模式向整合营销模式转型，节目冠名、活动冠名与活动营销等将成为新的广告增长点，而贴片广告收益占比将继续缩小。从2013年来看，公司主要的广告客户红牛、霸王和蒙牛等都已经续约，我们认为广告业务增长会优于市场预期。

##### （三）、多元化方面战略收购非常成功

光线传媒收购的3家公司竞争优势领先、行业空间大、与公司协同效应强，且均有上市预期。

#### 3. 投资建议

我们调高公司2012和2013EPS至1.08元和1.54元，同比增长48.5%和41.8%，对应PE21X和15X，《泰囧》的成功不仅对2012和2013Q1业绩有重大贡献，而且对公司未来的内容制作业务和公司估值都将起到积极影响，同时公司大非要到2014年8月才减持，在所有创业板传媒公司中减持压力是最小的，我们重申公司“推荐”评级。

光线传媒（300251.SZ）

**推荐** 维持评级

#### 分析师

许耀文，CFA

☎：(8610) 6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020007

鸣谢：

黄驰

☎：(8610) 83574542

✉：huangchi@chinastock.com.cn

#### 市场数据

时间 2012.08.27

A股收盘价(元)	24.78
A股一年内最高价(元)	31.95
A股一年内最低价(元)	20.93
上证指数	2092
市净率	3.52
总股本(亿股)	2.41
实际流通A股(万股)	6500
A股总市值(亿元)	59.7
A股流通市值(亿元)	16.1

光线传媒深度研究报告：中国电视网模式的先行者和领导者

光线传媒深度研究报告：中国最大的多媒体视频内容提供商和运营商

光线传媒公告点评：期待电影业务、制播分离和新媒体渠道的突破光线传

光线传媒公告点评：栏目制作与广告业务收入毛利率双提升

光线传媒公告点评：二三季度主营业务持续转暖，估值已反映最悲观预期

光线传媒公告点评：多元化布局启航，综合性娱乐集团可期

### 一、《泰囧》票房预测：有望超6亿元

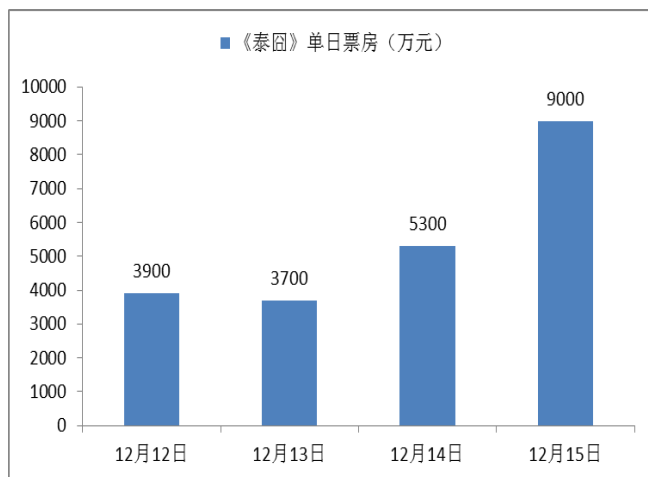
《泰囧》上映4天，累积票房接近2.3亿，预计首周票房3亿元左右，有望刷新《画皮2》创造的首周3亿（4天）票房记录。周六观影人次突破263万，打破《变形金刚3》创下的国内单日人次记录。

从排片来看，《泰囧》的排片率已经上升到51%，直到12月20日才有新的大片上映，而从竞争影片来看，除了《十二生肖》能稀释部分排片量外，《血滴子》和《大上海》的映前口碑都很一般，因此，《泰囧》在12月12日-1月12日整个放映档期中有望持续保持强势的排片地位，而未来圣诞档和元旦档都会给观影人次带来新动力。

按照首周3亿票房，第二周2亿，随后2周1亿票房计算，《泰囧》最终票房有望达到6.0亿元。

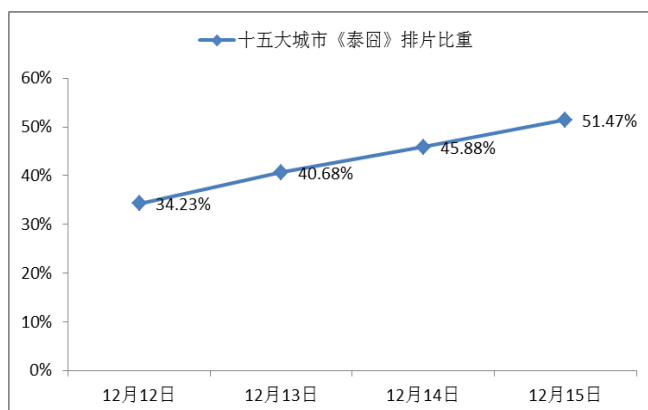
对业绩的影响：《泰囧》的投资加宣发成本约5000万元，按照6亿-6.5亿票房计算，对公司净利润的贡献区间在13000-14500万元，对应EPS 0.54元-0.60元，对公司2012和2013Q1业绩产生重大影响。

图1：《泰囧》单日票房持续刷新历史记录



资料来源：中国银河证券研究部

图2：影院《泰囧》排片量节节攀升



资料来源：中国银河证券研究部

**表 1:《泰囧》主要竞争对手**

介绍		豆瓣评分及网友热度	时光网
少年派的奇幻漂流		9.1 分	8.9 分
1942		7.0 分	7.2 分
泰囧		8.6 分	8.3 分
十二生肖	成龙主演/导演, 动作/冒险	7.2 分, 5106 人想看	8.4 分, 10041 人想看
血滴子	刘伟强导演, 黄晓明/阮经天/李宇春/余文乐/井柏然主演, 动作/武侠/古装	5.6 分, 5065 人想看	5.7 分, 3680 人想看
大上海	王晶导演, 周润发/黄晓明/洪金宝/吴镇宇/袁泉, 剧情/动作	5.2 分, 2186 人想看	5.8 分, 2205 人想看

资料来源: 中国银河证券研究部

**表 2: 11 月底-12 月国内上映的影片**

	片名	类型	发行公司	国家地区
11 月 22 日	少年派的奇幻漂流	剧情/奇幻/冒险	中影	美国
12 月 12 日	一九四二	剧情/历史/战争	华谊兄弟	中国
12 月 28 日	泰囧	喜剧	光线影业	中国
12 月 20 日	十二生肖	动作/冒险/喜剧	华谊兄弟	中国/中国香港
12 月 20 日	血滴子	动作/历史/青春	华夏/星美影业	中国/中国香港
12 月 21 日	执子之手	爱情/剧情		中国
12 月 21 日	沙井村之恋	爱情/喜剧		中国
12 月 21 日	凶间雪山	惊悚/冒险	福建恒业	中国
12 月 22 日	大上海	动作/剧情	博纳影业	中国/中国香港
12 月 23 日	桃枝的桃	爱情	中影	中国
12 月 28 日	艺术家	爱情/剧情/喜剧	中影	法国
12 月 28 日	劫案迷云	动作/惊悚		美国
12 月 28 日	地下室惊魂	惊悚/悬疑/爱情	星美影业	中国
12 月 28 日	秘密花园	爱情	中影	中国
12 月 28 日	美姐	爱情		中国
12 月 28 日	爱你一生一世	爱情	八一厂	中国
12 月 29 日	金箍棒传奇	动画	上海东方等	中国
12 月 29 日	夺命追踪	惊悚/悬疑		美国

资料来源: 中国银河证券研究部

图 3: 2011 年贺岁档票房情况

2011年末贺岁档票房TOP10			
排名	影片名	票房(万)	上映日期
1	金陵十三钗	46021	2011-12-15
2	龙门飞甲	40882	2011-12-15
3	鸿门宴传奇	15307	2011-11-29
4	东成西就2011	8141	2011-11-24
5	亲密敌人	7382	2011-12-23
6	丁丁历险记	7065	2011-11-15
7	失恋33天	6568	2011-11-08
8	铁甲钢拳	4979	2011-11-08
9	驱魔者	3853	2011-11-29
10	倾城之泪	3566	2011-12-22

资料来源: 艺恩咨询, 中国银河证券研究部

## 二、2013 年影视节目内容领域产能规模翻番

表 3: 2013 年光线传媒的影视节目内容制作计划

	数量	具体名称
综艺节目	卫视节目 10 档左右	梦想合唱团二期、激情唱响、天才童声等
电影	10 部	精忠岳飞、剩女代价 2、四大名捕、布衣神相、抓住时间爱、狄仁杰等
电视剧	10 部	不二神探、一场风花雪月的事、厨子戏子痞子、四大名捕二/三、蜀山、午夜火车、双桥镇刀客、少林寺、上海滩等

资料来源: 中国银河证券研究部

## 二、公司在多元化拓展方面收购的企业质地都非常优良, 协同效应强, 增长潜力大

公司过去 1 年收购的 3 家企业都是行业内的优势公司, 未来均有上市预期。

表 4: 收购活动财务数据

	收购 金额	股权 比重	净利润预测				收购 PE			
			2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
欢瑞世纪	8100	4.81%	3259	13800	20700		51.7	12.2	8.1	
天神互动	10000	10%	4900	11000	15000		20.4	9.1	6.7	
金华长风	7500	32%		600	2800	5300		39	8.4	4.4

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**表 5: 欢瑞世纪和天神互动项目详细介绍以及对光线传媒的影响**

公司介绍	收购对光线传媒的影响
<p><b>欢瑞世纪</b></p> <p>欢瑞世纪是国内领先的精品电视剧制作公司，参与投资制作发行的电视剧的有：《宫》、《宫锁珠帘》、《大丫鬟》、《被遗弃的秘密》、《带弹孔的勋章》、《完美丈夫》、《倾城雪》、《王的女人》、《胜女的代价》。2011 年实现收入 1.12 亿元，净利润 3,259 万元，并签约了杨幂工作室、明道工作室（诗翔工作室）、唐嫣工作室、何晟铭工作室、穆小勇工作室、李志强工作室。</p> <p>2012 年，公司将出品 10 部 300 集左右电视剧和 2 部电影；电视剧有《王的女人》、《胜女的代价》、《天使的幸福》、《绝对忠诚》、《画皮 2》、《桐柏英雄》、《盛夏晚晴天》、《抓紧时间爱》等，电影有《画皮 2》、《跑出一片天》等。</p>	<p><b>收购对光线传媒的影响</b></p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1、欢瑞世纪计划 2013 年在 A 股上市</li> <li>2、每年保证 10% 以上的分红率</li> <li>3、电视剧投资：光线传媒参与投资或拥有优先投资欢瑞世纪如下电视剧：《画皮 2》、《盛夏晚晴天》、《海上花》、《抓紧时间爱》、《微女孩》、《画壁》、《四大名捕》。</li> <li>4、电视剧发行：光线传媒将代理发行欢瑞世纪生产的电视剧《天使的幸福》；其它电视剧优先发行权和地面频道优先购买权</li> <li>5、改编版权合作：光线传媒将《画壁》、《四大名捕》的电视剧改编版权授予欢瑞世纪，同时将光线传媒出品的其他电影的电视剧改编版权优先授予欢瑞世纪。欢瑞世纪将其出品的电视剧的电影改编版权优先授予光线传媒。</li> <li>6、电影投资发行：对于欢瑞世纪生产的电影，光线传媒均有优先投资权及优先发行权。</li> </ol>
<p><b>天神互动</b></p> <p>最近三年，网页游戏市场呈现爆发式增长的状态，市场规模从 2009 年的 8.46 亿元增长到 2011 年 49.3 亿元，年均增长率超过 100%。</p> <p>天神互动是中国极具实力的网页游戏开放商之一。公司推出的产品《傲剑》是 2011 年上半年市场上最火的页游产品，服务器组数突破 1000 组，创下了国产网页游戏首个突破千服大关的记录；月收入超 8,000 万元人民币。截止 2012 年 6 月累计注册玩家过亿人，单日最高在线 36 万人，目前平均在线 30 万人。傲剑目前的每月新开服数稳定在 170 台左右，在所有市场热门页游中排名第 7。</p> <p>2012 年 4 月，天神互动又研发推出了网页游戏《飞升》，目前月收入达到 3000 万，2012 年 6 月又推出网页游戏《沧海笑》。目前，公司正在研发一款以“西游记”为背景的 2DARPG 页游产品《斗战胜佛》。新游戏开发方面，未来两年，预计天神互动将有 3 款新游戏上线，同时，也将陆续开始开发手机游戏及社交游戏。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、欢瑞世纪计划在 A 股上市</li> <li>2、每年保证 10% 以上的分红率</li> <li>3、未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。从国际经验来看，电影与游戏作为最为大众化的娱乐产品，其带给消费者的体验各有特色，同样题材的游戏和电影也能相互促进、形成互动。例如，《蜘蛛侠》、《魔戒》、《加勒比海盗》等电影成功后，其游戏也获得了成功，是电影改编游戏的典范；而《古墓丽影》、《生化危机》等游戏也成功的被改编为同名影片获得成功。</li> </ol> <p>未来公司与天神互动打造“游戏+影视”的战略方向。2012 年 2 月，天神互动先后签下《武动乾坤》、《四大名捕》等热门小说游戏改编权，拟将《四大名捕》改编成网页游戏，目前研发工作已经展开。根据双方的合作意向，光线的影视作品，天神互动拥有改编成游戏的优先权，天神互动的《傲神》、《沧海笑》等游戏作品，光线传媒拥有电影改编优先权。双方还将在游戏和电影的交叉营销推广上展开密切合作。</p>

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部

### 金华长风收购 - 有潜力低风险的投资

#### 呱呱视频社区—互联网虚拟秀场

金华长风(呱呱语音)在视频互动娱乐领域中处于行业前列，竞争对手有歪歪语音、新浪 show、9158、六间房、56、激动网等，其中，在财经互动领域中金华长风排名第一。

## 虚拟秀场竞争格局

表 6: 视频互动主要公司运营指标

	公司	用户流量 UV	用户黏度 PV	备注
独立运营	第九视频/新浪秀场(天格运营)	186,000	340,380	web(与 9158 后台重合)
	9158 聚乐网(天格旗下)	53,400	117,480	web+客户端
	呱呱 17guagua	50,400	418,320	web+客户端
	5bo.com(我播)	12,000	22,800	web+客户端
复合业务	YY 语音	1000 万		客户端
	56 网	2,754,000	25,970,220	web
	六间房	666,000	10,989,000	web
	激动网	342,000	642,960	web

数据来源: alexa, 公司公告, 中国银河证券研究部

## 虚拟秀场商业模式: 互联网演艺平台, 未来的网络电视台

视频互动社区, 不同于网络视频网站。视频互动社区(或成为虚拟秀场), 为草根歌手、名人及专业演出人员提供实时演出的舞台, 提供包括卡拉 OK、歌唱比赛和歌友会在内的众多活动。这项业务的商业模式是按月付费获得会员特权, 如使用含有额外视频流量的内测频道, 优先进入某些实时现场演出等; 此外, 用户还可购买虚拟礼物并送给喜欢的表演者以示支持, 表演者随后可将这些虚拟礼物与视频互动社区运营方分成, 变现为真金白银。

视频互动社区(虚拟秀场), 除了独立运营的第九视频, 9158, 呱呱, 我播等, 还有从网络视频网站激烈竞争中被逼转型的 56 网, 六间房, 激动网等, 以及从专业 IM 社交平台进入虚拟秀场细分领域的 YY。这些转型者, 凭借其长期积累的用户资源, 和流媒体技术, 迅速进入虚拟秀场的市场, 并取得不错的发展成绩。他们将是 9158, 呱呱等独立虚拟秀场的强劲竞争者。

据 DCCI 统计, 中国北上广深等前 10 大城市的虚拟秀场经济潜在规模为 86 亿美元。

据 YY 招股书披露, YY 音乐平台上, 人气最旺的演员月收入已高达 2 万美元。从 2011 年开始, YY 语音逐渐从游戏领域延伸至在线娱乐、远程教育等领域增值服务。以音乐为例, 其中, 类似于 9158 平台的 YY 音乐在 2011 年上半年收入为 964.5 万元, 并在 2012 年上半年达到 9272 万元, 增长近 10 倍。

## 光线投资呱呱的战略意义: 布局互联网演艺平台

光线传媒本次投资的呱呱互动视频, 虽然用户规模不及 YY, 六间房等大型视频互动社区, 但是在独立运营商中排名靠前, 而且在财经人群中具有细分领先优势。

光线传媒通过战略投资呱呱虚拟秀场, 对互联网演艺播放平台进行长线布局。光线的综艺节目制作能力, 以及在演艺圈经济圈的资源, 如果和呱呱配合得当, 将极大的增强呱呱在演艺频道的内容制作与运营实力。

同时, 光线在公告中透露的还有一家互联网巨头希望联合投资呱呱, 如果该巨头是百度, 奇虎, 或是腾讯这样的流量巨头, 并成功投资, 无疑对呱呱的长远发展更是如虎添翼。

## 投资估值: 呱呱营收能力远未释放

认购金华长风(即呱呱)32%的股权, 对应的金华长风的整体估值为: 2.3 亿元。预计金华长风 2012 年度、2013 年度和 2014 年度的净利润约为 600 万元、2,800 万元和 5,300 万元。针对本次投资对应的市盈率为 2012 年的 39 倍、2013 年的 8.4 倍、2014 年的 4.4 倍; 对应 2012-2014 年均净利润的 8.1 倍市盈率。

对比 9158 和新浪秀场的运营规模与营收情况。9158 和新浪秀场由于都是新浪投资，后台重合，其在线人数是 70 万左右，领先呱呱不多。

据了解，9158 每月营收近 5000 万，远超呱呱的营收。其原因是，9158 的签约明星更多，互动视频用户主要是在看演艺秀，其演艺秀的虚拟经营业务非常出色。这说明呱呱的营收潜力是巨大的，远待挖掘与开采。

#### 投资风险与经营壁垒：

前虚拟秀场市场刚刚逐步成熟，不排除未来一线互联网流量巨头，视频网站巨头进入。但我们认为：虚拟秀场的商业运营，核心是签约艺人对用户的黏度。内容带来平台的成长，而在演艺经济这方面，光线传媒无疑是极具战略价值的。

由于网络艺人的差异化和用户口味的差异化，以及平台的运营成本不断降低，这个市场可能会是一个多元化的市场。可能造成这个市场具有一定的分散性，出现各种规模，各种风格的秀场，即使现在规模不太靠前的也仍有机会成长，并抵御未来巨头的侵袭。

## 附表 1：光线传媒（300251.SZ）业绩预测表

	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
销售收入(百万元)	264.3	385.2	479.6	697.9	892.4	1214.7
EBITDA(百万元)	25.2	89.2	132.1	210.0	300.1	449.3
净利润(百万元)	12.9	62.7	112.8	175.8	261.0	370.0
摊薄 EPS(元)	0.05	0.26	0.47	0.73	1.08	1.53
PE(X)	432.6	88.9	49.4	31.7	21.3	15.1
EV/EBITDA(X)	4.6	21.2	15.0	6.9	4.5	9.9
PB(X)	0.5	10.3	8.2	1.4	1.3	2.5
ROIC		34.9%	43.3%	33.9%	33.1%	38.7%
总资产周转率		1.16	1.27	0.61	0.46	0.55

资料来源：中国银河证券研究部

**附表 2: 光线传媒 (300251.SZ) 财务报表**

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E
货币资金	40.0	1083.0	1192.0	1141.1	营业收入	479.6	697.9	892.4	1214.7
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	营业成本	290.7	412.4	495.1	644.5
应收账款	130.1	270.6	316.2	401.2	营业税金及附加	18.6	26.2	35.3	46.9
预付款项	133.3	295.2	346.6	451.2	销售费用	12.4	13.0	19.6	24.3
其他应收款	4.6	9.7	13.4	18.2	管理费用	32.5	36.3	53.5	72.9
存货	18.2	127.2	62.7	184.5	财务费用	4.0	-7.0	-22.2	-22.9
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	2.3	6.0	7.7	10.5
长期股权投资	0.0	0.4	0.0	0.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	15.8	24.7	91.0	170.1	投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	3.9	0.0	0.0	0.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	119.1	210.9	303.4	438.4
无形资产	0.7	1.0	1.0	1.0	营业外收支净额	15.8	4.0	16.0	14.0
长期待摊费用	6.9	19.1	2.3	0.0	税前利润	135.0	214.9	319.4	452.4
资产总计	407.5	1893.1	2025.1	2367.2	减: 所得税	22.1	39.1	58.1	82.3
短期借款	104.0	0.0	0.0	0.0	净利润	112.8	175.8	261.3	370.1
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	112.8	175.8	261.0	370.0
应付账款	14.0	41.6	30.3	44.7	少数股东损益	0.0	0.0	0.2	0.1
预收款项	1.3	0.3	5.7	3.9	基本每股收益	0.47	0.73	1.08	1.53
应付职工薪酬	0.8	0.7	0.7	0.7	稀释每股收益	1.37	1.60	2.38	1.53
应交税费	12.7	20.8	20.8	20.8	财务指标	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
其他应付款	28.3	39.9	51.0	69.5	成长性				
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	24.5%	45.5%	27.9%	36.1%
长期借款	12.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	50.3%	67.4%	37.5%	47.5%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	79.9%	55.8%	48.5%	41.8%
负债合计	175.7	104.9	109.4	139.2	盈利性				
股东权益合计	231.8	1788.3	1914.1	2221.1	销售毛利率	39.4%	40.9%	44.5%	46.9%
现金流量表 (百万元)	<b>2010A</b>	<b>2011A</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	销售净利率	23.5%	25.2%	29.2%	30.5%
净利润	113	176	261	370	ROE	54.2%	17.4%	14.1%	17.9%
折旧与摊销	7	0	11	23	ROIC	43.32%	33.91%	33.10%	38.68%
经营活动现金流	35	-187	238	84	估值倍数				
投资活动现金流	-53	-29	-110	-110	PE	49.4	31.7	21.3	15.1
融资活动现金流	0	1277	-87	-3	P/S	4.0	3.6	2.8	4.6
现金净变动	-18	1060	41	-29	P/B	8.2	1.4	1.3	2.5
期初现金余额	58	40	1083	1192	股息收益率	0.0%	4.3%	1.0%	0.7%
期末现金余额	40	1100	1124	1163	EV/EBITDA	15.0	6.9	4.5	9.9

资料来源: 中国银河证券研究部



**银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避**

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**许耀文，CFA，传媒文化行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20257811 yumiao\_jg@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn