

人民网 (603000.SH)

互网络行业

评级: 增持 首次评级

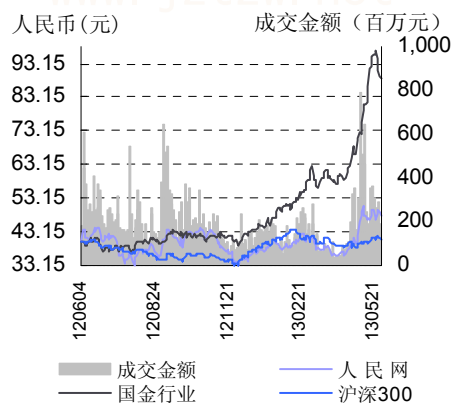
公司研究

市价(人民币): 45.33元  
目标(人民币): 50.00-56.00元

长期竞争力评级: 等于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	69.11
总市值(百万元)	132.38
年内股价最高最低(元)	51.17/33.15
沪深300指数	2565.67
上证指数	2272.42



## 倚内容、采编团队优势, 内生高增长战略清晰

## 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.673	0.761	1.107	1.523	2.017
每股净资产(元)	3.16	7.76	8.73	10.12	12.01
每股经营性现金流(元)	0.97	0.34	1.73	1.72	2.25
市盈率(倍)	N/A	49.56	40.95	29.77	22.47
行业优化市盈率(倍)	58.15	60.55	95.79	95.79	95.79
净利润增长率(%)	70.83%	50.78%	45.49%	37.57%	32.47%
净资产收益率(%)	21.28%	9.81%	12.68%	15.04%	16.79%
总股本(百万股)	207.32	276.42	276.42	276.42	276.42

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司优势:** (1) 三家国家级重点新闻网站之一, 股东背景强大, 有中国最大的报业、影视、出版及三大电信运营商, 支持内容、渠道做大做强; (2) 内容、编辑、渠道是内容提供商关键三要素, 受政策保护拥有原创新闻内容、1000余人采编队伍, 唯一一家将采编团队纳入上市主体的公司, 在渠道拓展中, 内生高增长战略清晰。
- **网络新闻广告无下游行业景气度影响, 流量提升已开始兑现业绩, 期待渠道代理及地方拓展:** (1) 网络新闻行业广告无下游景气度影响和空间限制; (2) 客户以男性为主, 受金融、3C、消费品广告主青睐, 市占率仅有1%; (3) 网站流量、人均页面浏览量、平台属性决定广告收入, 网站流量低于商业门户新浪、搜狐, 有提升空间, 人均页面浏览量超商业门户, 平台权威带来议价; (4) 公司通过改革新闻格式、和搜索引擎合作提升流量及扩大影响力, 日均覆盖人数已达900万, 超越新华网位居新闻网站之首, Alexa排名由上市前的250名左右上升至170名左右, 目标流量年均增长50%, 流量和影响力提升已开始兑现业绩, 13年两会带来广告业务增速高达135%, 大事件有望持续带来业绩提升; (5) 期待渠道代理、地方发展贡献业绩, 12年代理广告翻番, 地方频道潜在空间6亿。
- **移动增值需求启动, 内容、渠道带来高成长:** (1) 三大电信运营商持股公司, 渠道无忧, 内容创新是关键; (2) 九大手机视频牌照拥有方之一, 享受政策红利, 倚内容优势, 2012年占手机增值业务40%, 增速约75%, 后续高成长可期; (3) 2012年手机报完成18省对接, 手机动漫、阅读、音乐陆续上线, 2013年将加大电信、联通合作, 期待手机阅读等增值业务有所突破。

## 盈利预测及估值

- 我们预计2013-2015年净利润分别为3.06亿、4.21亿、5.58亿, 同比增速分别为45.49%、37.57%、32.47%; EPS分别为1.11、1.52、2.02元; 给予公司2013年45-50倍PE, 目标价50-56元, 首次评级“增持”。

## 风险

- 新华网上市; 流量不达预期, 内容创新不足; 传媒板块系统性风险; 并购低于预期。

张燕

联系人  
(8621)60893126  
zhang\_yan@gjzq.com.cn

程兵

分析师 SAC 执业编号: S1130511030015  
(8621)61038265  
chengb@gjzq.com.cn

## 内容目录

公司：倚新闻内容、采编团队优势，内生高增长战略清晰 .....	4
概况：依托新闻内容优势，形成广告、舆情、手机增值三大主业 .....	4
优势：国家重点新闻网站，拥有原创新闻内容和强大采编团队 .....	5
战略：流量提升、地方渠道、战略合作伙伴助力主业快速发展 .....	5
网络广告：无下游行业牵制，关注影响力增强、渠道进展 .....	7
网络新闻广告无特定下游行业景气度影响，空间较大 .....	7
目标客户价值高，市占率低，广告投放行业多元化 .....	7
流量与收入成正比，覆盖人数和流量居新闻网站之首 .....	8
流量提升已开始兑现业绩，大事件有望持续发酵 .....	10
后续期待渠道代理、地方频道持续贡献业绩 .....	11
移动增值：需求启动，内容、渠道带来高成长 .....	12
移动增值业务基础具备，内容创新是关键 .....	12
拥有全国性手机视频牌照，业务有望维持高增长 .....	12
期待手机阅读、动漫等其它增值业务有所突破 .....	13
网络舆情：地方渠道助力舆情业务 .....	13
盈利预测及估值 .....	14
盈利预测 .....	14
估值 .....	16
附录：三张报表预测摘要 .....	17

## 图表目录

图表 1：人民网核心优势及三大主业分析 .....	4
图表 2：2008-2012 人民网收入、净利润及增速 .....	5
图表 3：2008-2012 人民网收入结构拆分 .....	5
图表 4：三大主业战略清晰，渠道是关键突破点 .....	6
图表 5：06-12 年网络广告收入及增速（单位：亿） .....	7
图表 6：网络新闻用户及增速（单位：万） .....	7
图表 7：人民网受众学历分析 .....	8
图表 8：人民网受众职业分析 .....	8
图表 9：2012 年网络广告投放排名 .....	8
图表 10：主要行业网络广告投放增速 .....	8
图表 11：新浪、搜狐、人民网等流量和广告收入对比 .....	9
图表 12：2005-2012 年新浪、搜狐广告收入增速 .....	9
图表 13：新浪、搜狐日均访问量出现下滑 .....	9
图表 14：新浪、搜狐、人民网人均页面访问量 .....	9

图表 15: 主要新闻网站日均覆盖人数 (单位: 万) .....	10
图表 16: 主要新闻网站月有效浏览时间 .....	10
图表 17: 重点新闻网站日平均排名走势图 .....	10
图表 18: 重点新闻网站日平均访问量走势图 .....	10
图表 19: 新浪、百度、淘宝广告投放属性及计费模式 .....	10
图表 20: 2011-2012 年互联网广告收入及增速 .....	11
图表 21: 2012 年我国手机网民达到 4.2 亿 .....	12
图表 22: 2013Q1 移动互联网收入达到 204 亿 .....	12
图表 23: 中国手机牌照方整体情况 .....	13
图表 24: 2011 年手机视频牌照方市场占有率 .....	13
图表 25: 2008-2015E 信息服务业务预测 (单位: 百万) .....	14
图表 26: 新浪、搜狐、腾讯、人民网网络广告毛利率 .....	15
图表 26: 2008-2015E 人民网收入及毛利率预测 (单位: 百万) .....	15
图表 27: A 股互联网企业估值表 .....	16

中国价值投资网 最  
www.jztzw.net

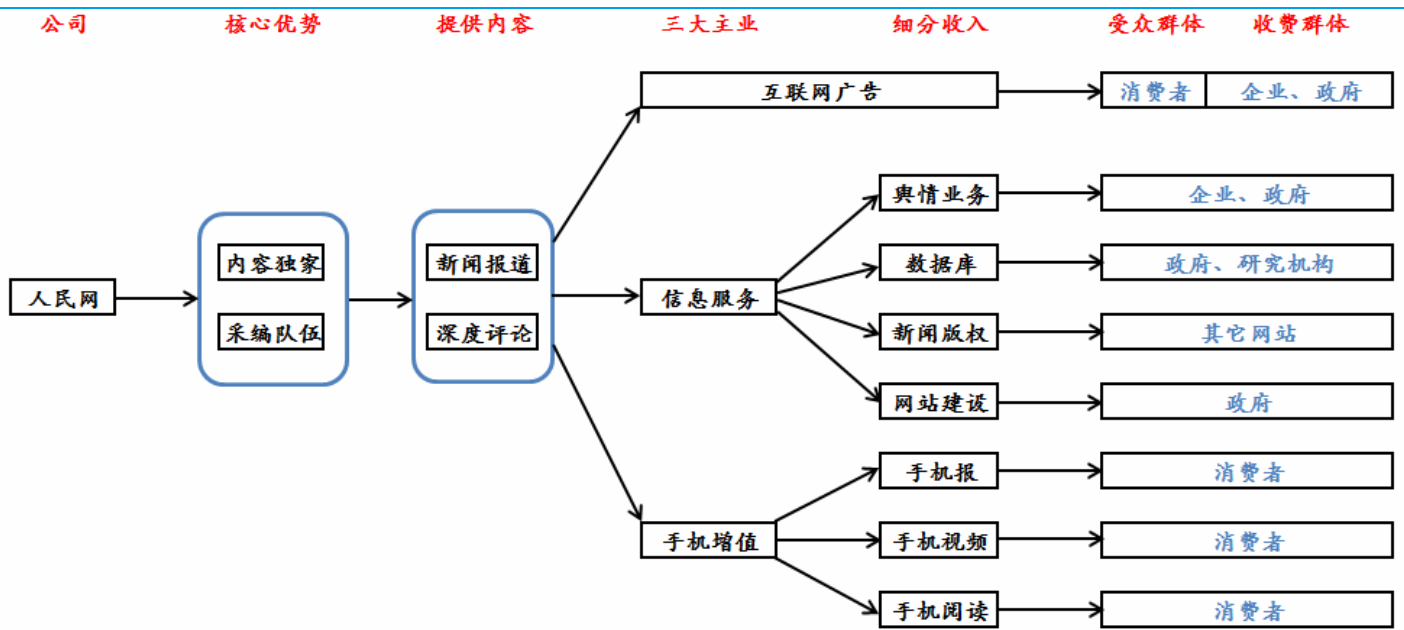
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

公司：倚新闻内容、采编团队优势，内生高增长战略清晰

概况：依托新闻内容优势，形成广告、舆情、手机增值三大主业

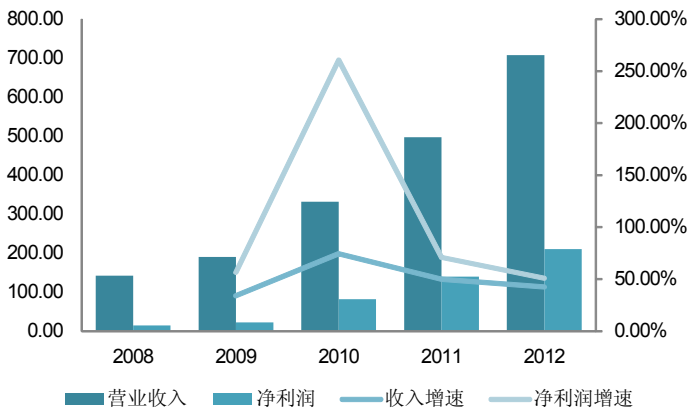
- 人民网依托新闻内容、采编团队优势，形成互联网广告、信息服务、手机增值三大主业，互联网广告占比达 52%，手机增值业务增速最快，长远来看，互联网广告、舆情和手机增值业务都将在今后成为业绩贡献的主力。
  - 公司依托新闻内容、采编团队优势，编辑新闻报道和深度评论，通过免费或收费方式提供给消费者，形成互联网广告、信息服务、手机增值三大主业。2008-2011 年，营业收入由 1.42 亿元增长至 4.97 亿元，年均复合增速为 52%，净利润由 0.14 亿元增长至 1.39 亿元，年均复合增速为 113%；按业务结构来分，互联网广告占比最高，达到 52%，移动增值增速最快（141%），占比由 2011 年的 10% 上升至 17%。
  - 网络广告：人民网、环球网等网站通过提供免费新闻资讯、深度评论、论坛等吸引消费者，带来流量提升和影响力增强，促使广告投放主体增加，市场挖掘空间较大。
  - 信息服务：主要来自于出售新闻版权及深度加工报道获取收入，新闻版权主要依靠提价稳定增长，舆情业务和数据库市场拓展空间较大。
  - 手机增值：与电信运营商合作将新闻内容打包成应用，在三大运营商应用商店中上线，采取分成方式获取收入，因三大运营商均为人民网股东，拥有渠道优势。
- 内容、编辑、渠道是内容服务提供商关键三要素，公司拥有新闻内容和采编团队优势，渠道发展战略清晰。

图表1：人民网核心优势及三大主业分析

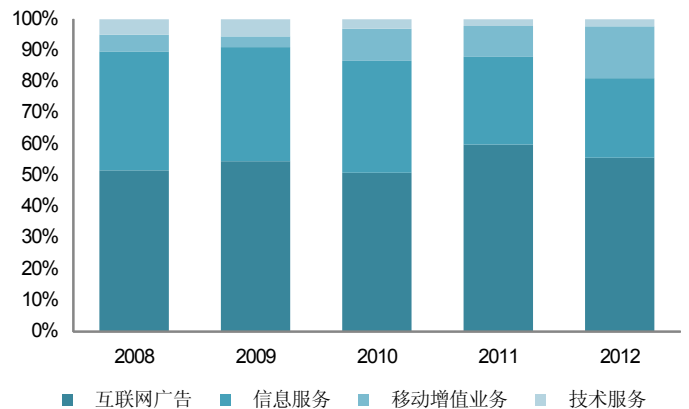


来源：国金证券研究所

图表2: 2008-2012 人民网收入、净利润及增速



图表3: 2008-2012 人民网收入结构拆分



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**优势: 国家重点新闻网站, 拥有原创新闻内容和强大采编团队**

- 人民网核心优势在于拥有原创新闻内容和强大采编团队, 是媒体也是互联网企业。与其它媒体相比, 它拥有独特的官方背景, 股东背景, 受益于政策支持; 与互联网企业相比, 它不受下游行业景气度影响。
  - **重要官方媒体:** 公司是我国 3 家国家级重点新闻网站之一 (新华网、央视网), 也是国内首个将采编业务纳入上市主体实现整体上市的公司。
  - **股东背景强大:** 由人民日报社、环球时报、中国出版、中影集团、东方传媒、三大电信运营商等发起设立。股东中有中国最大的报业、影视、出版及三大电信运营商, 为三大业务的开展提供了强有力的支持。
  - **原创新闻内容和采编团队:** 商业网站由于无时政类新闻信息自行采编权, 只能从新闻网站采购信息; 公司有 1000 余人采编队伍, 其中 148 人取得了新闻出版总署颁发的记者证, 21 人拥有副高以上职称。

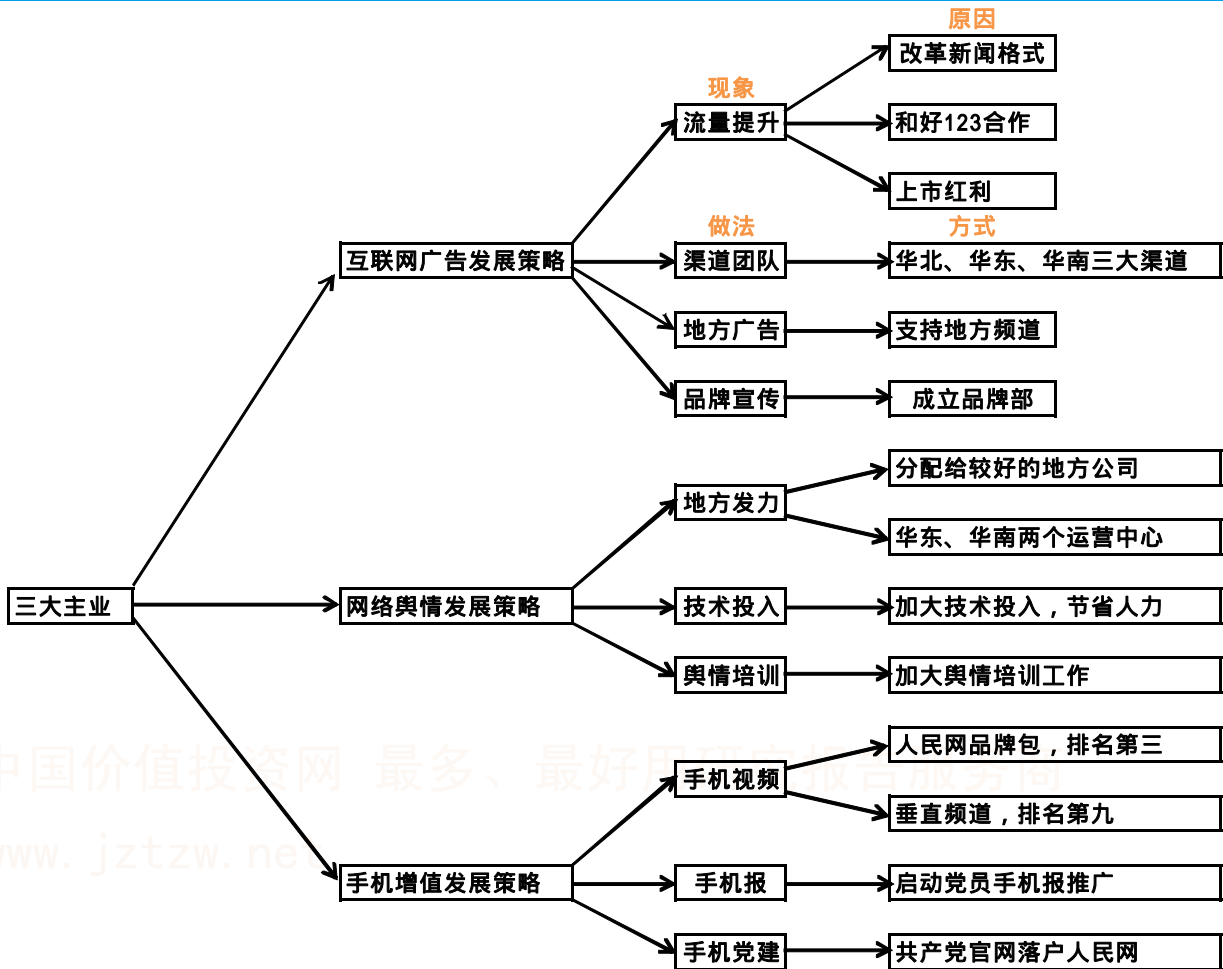
**战略: 流量提升、地方渠道、战略合作伙伴助力主业快速发展**

- 人民网自上市以来, 战略清晰、执行力强, 通过改革新闻格式、和好 123 合作等方式使得流量和影响力大幅提升; 除此之外, 还将通过渠道建设、地方投入、品牌建设等策略助力主业快速增长。
  - 公司自 2012 年 5 月上市, 战略清晰, 以提升网站流量和影响力为目标, 主要方式有: (1) 针对搜索引擎的抓取习惯改革新闻格式; (2) 和好 123 等加强合作; (3) 上市红利。
  - **互联网广告发展策略:** (1) **建设渠道队伍:** 公司从 2012Q2 开始建设渠道队伍, 目前已经建成华北、华东和华南三大渠道; (2) **加大地方投入, 给较好的地方公司加派人员、车辆。**
  - **手机增值发展策略:** (1) **手机视频:** 重点突破, 目前有两个增值包, 人民网品牌包和垂直频道 (上线晚, 2011 年年底), 其中品牌包排名第三, 垂直频道排名第九; (2) **传统手机报:** 与各地省委组织部沟通, 建党员手机报, 做权威化和市场化; (3) **手机党建:** 共产党官网落户人民网, 权威信息资源移动到手机端; (4) **加强和中国联通、中国电信合作。**
  - **网络舆情发展策略:** (1) **地方发力:** 舆情业务分配较好的地方公司; (2) **增加技术投入, 节省人力;** (3) **加大舆情培训工作。**



- 作为内容提供商，人民网内容的独创性和优秀的采编团队是其它内容商无可比拟的，渠道又推出了清晰的战略模式，业绩也得到部分兑现，因此我们认为在可预见的几年，人民网的各项业务仍有望保持快速的发展势头。
  - 对于内容提供商来说，三个要素最为关键：**(1) 内容；(2) 编辑；(3) 渠道**。从人民网的几大战略中，我们可以清晰的看出其对渠道的布局是最重视的，而且也已经带来了部分业绩兑现。
  - **做流量提升，提高影响力和品牌知名度**：**(1)** 2012 年流量增长 150%，日均覆盖人数超越新华网位居新闻网站之一，ALEXA 排名由上市前的 250 名左右上升至 170 名左右，未来几年流量增长目标年均 50%；**(2)** 流量和影响力提升已开始兑现业绩，2012 年政府换届选举，广告收入大幅增长（下半年环比上半年增长 56%），2013 年两会广告收入 4000 万，同比增长 135%。
  - **渠道发力，地方助力主业快速发展**：**(1)** 2012 年上市之后加大渠道拓展使得代理广告收入翻番；**(2)** 地方拓展上，目前有 1/4 省最有影响力的网站已经是人民网的地方频道，最好的地方公司收入规模已达 3000 万，河南、安徽、海南三省居前；**(3)** 舆情杂志开始注重地方公司发力，预计 13 年有 1000 本规模，去年仅有 20 本。
  - **三大电信运营商助手机增值业务高增长**：**(1)** 三大电信运营商均为人民网股东，在渠道拓展无忧，易形成盈利模式；**(2)** 2012 年手机视频维持高增长，约 75%；**(3)** 手机报已完成 18 个省份对接；**(4)** 手机阅读实现收入 1000 万。

图表4：三大主业战略清晰，渠道是关键突破点



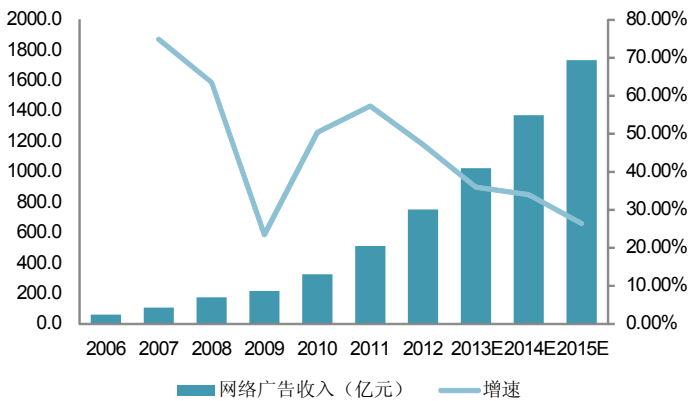
来源：国金证券研究所

## 网络广告：无下游行业牵制，关注影响力增强、渠道进展

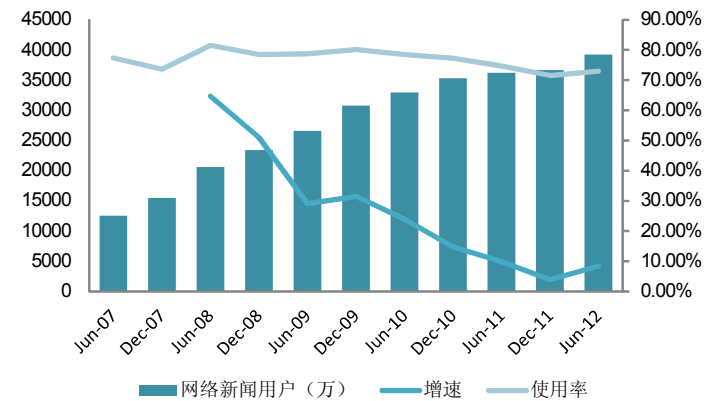
### 网络新闻广告无特定下游行业景气度影响，空间较大

- 2012 年互联网广告同比增长 47%，维持高增长态势，艾瑞咨询预计未来三年仍有望保持 30%以上增速；网络新闻使用用户平稳，新闻子行业受众面广泛，无特定下游行业景气度影响，空间较大。
- 2012 年我国网络广告收入达到 753 亿，同比增长 47%，于 2011 年超过报纸广告位居第二，2012 年依旧维持高增长态势。据艾瑞咨询预测，未来三年，互联网广告年均复合增速仍将维持 30%；2012H1 我国网络新闻用户达到 3.9 亿，同比增速为 8.29%，增速趋缓，使用率为 73%，略微有所下滑，整体保持相对平稳。
- 新闻网站和其它垂直类网站有较大不同，他不受特定下游行业景气度影响，以房产网站和钢铁网站为例，网络广告投放商一定是房地产和钢铁企业，在下游行业不景气时，除了实力较强的公司能够抵御这种冲击外，大部分公司业绩会受到影响，此外行业空间受制于下游企业的营销支出，必须依靠创新或行业拓展来扩大空间。而新闻子行业不论任何情况，需求一定存在，受众面也极为广泛，行业空间较大。

图表5: 06-12 年网络广告收入及增速 (单位: 亿)



图表6: 网络新闻用户及增速 (单位: 万)



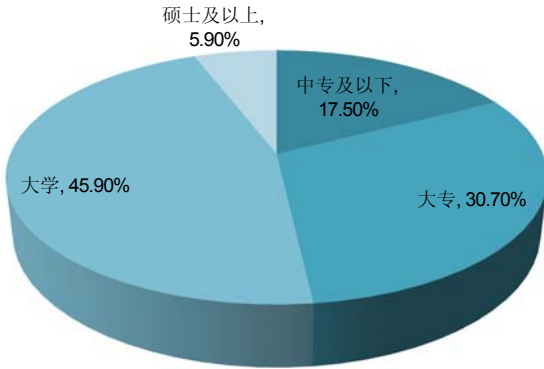
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

### 目标客户价值高，市占率低，广告投放行业多元化

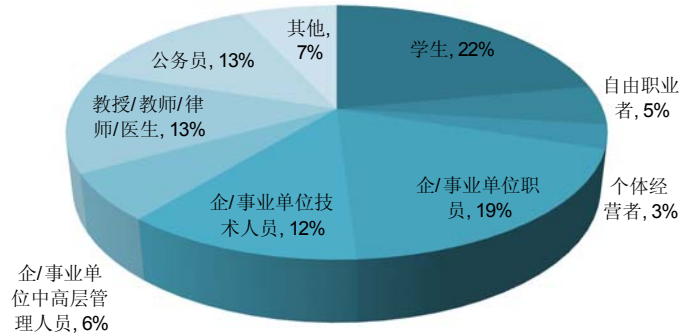
- 人民网目标客户价值较高，金融、3C、消费品投放额居前，但市占率仅有 1%；此外，随着女性受教育水平的提高，未来广告投放行业还有望多元化。
- 目标客户群体价值高：性别上，以男性为主，占 80%；受教育程度上，大专以上学历超过 80%，这类群体通常具有较高的品牌意识；职业分布上，企事业人员占 37%，公务员占 12%、教授/教师/医生/律师占 13%，这类人员工作稳定、福利较好、收入较高。
- 目标明确，拓展方向正确：据公司介绍，广告投放客户排名靠前的有金融、3C（通信+计算机+消费电子）、消费品（汽车、酒居多），整体占比约 30%，大致 1.2 亿，可以看出公司对目标客户非常了解，男性对金融、3C、汽车、酒比较感兴趣，人民网已经切入目前排名第一、第二、第四-第六的广告投放行业，而这几个行业在 2012 年的网络广告投放费用（远小于广告收入，仅是硬广）就已经高达 115 亿，人民网市占率仅 1%。
- 女性受众增多，催生广告投放行业多元化：新闻行业以男性居多，一方面由于性别爱好不同，另外一方面也和文化教育水平相关，80 年代前出生的男性受教育水平要高于女性，而随着女性教育水平的提升及

对各行各业的渗透，对新闻的认知度也会越来越高，目前增速水平较高的化妆品、食品都有可能在未来成为公司的广告客户，值得关注。

图表7: 人民网受众学历分析

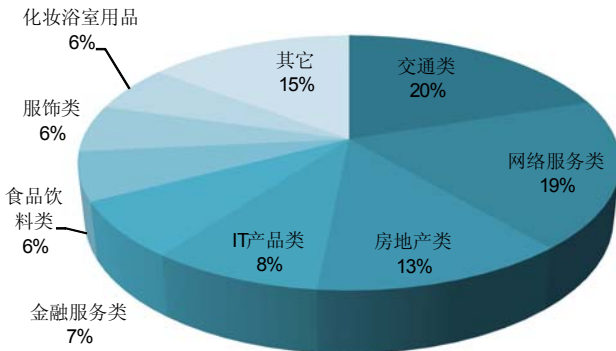


图表8: 人民网受众职业分析



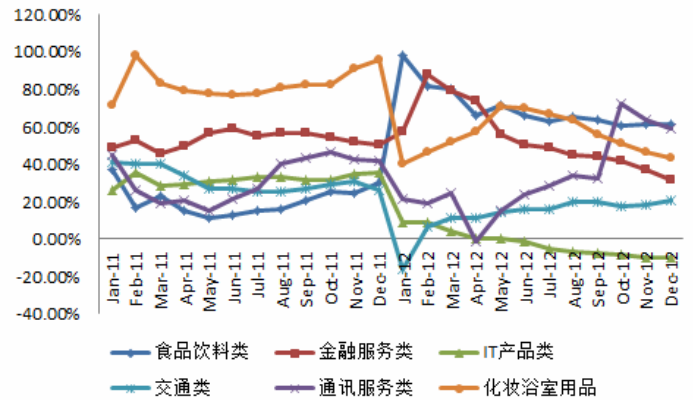
来源: 人民网网站, 国金证券研究所

图表9: 2012年网络广告投放排名



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表10: 主要行业网络广告投放增速



流量与收入成正比，覆盖人数和流量居新闻网站之首

■ 衡量门户网站收入的几个重要指标分别是网站流量、人均页面浏览量、平台属性。网站流量方面新浪、搜狐远远高于人民网；人均页面浏览量指标上，人民网已开始有赶超新浪、搜狐之势；此外，人民网的权威性会为其平台带来一定的议价。

■ 以展示类广告为主的门户网站，其收入和流量基本成正比，以新浪、搜狐、人民网、东方财富为例，2012年日均访问量分别为5%、2%、0.5%、0.2%，广告收入分别为26、18、4、1.1亿；自2012年开始，以新浪、搜狐为主的综合门户网站流量出现了不同程度的下滑，其广告收入增速也开始出现减缓的态势。

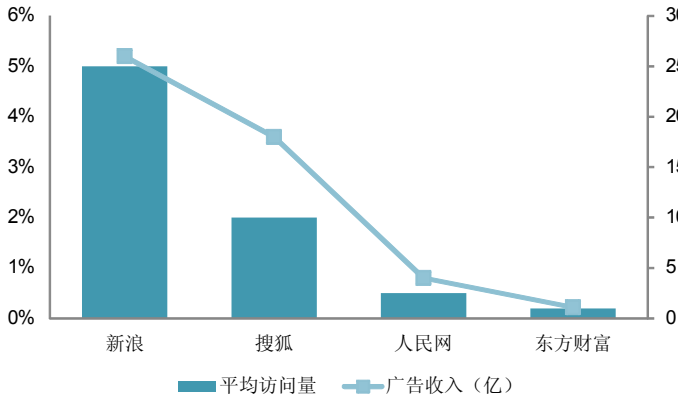
■ 但需要区别的是，门户网站投放的广告以品牌广告为主，广告主注意品牌塑造，每年都会有一定量的投入，其计费模式是按时长计费，因此人均页面浏览量将是衡量广告收入的另外一个指标。根据Alexa的统计显示，在2012年9月之前，新浪、搜狐的人均页面流量明显高于人民网，而之后却有被人民网反超之势。

■ 此外，广告主在投放广告时对平台也会做一定考虑，人民网的权威性会为其平台带来一定的议价。



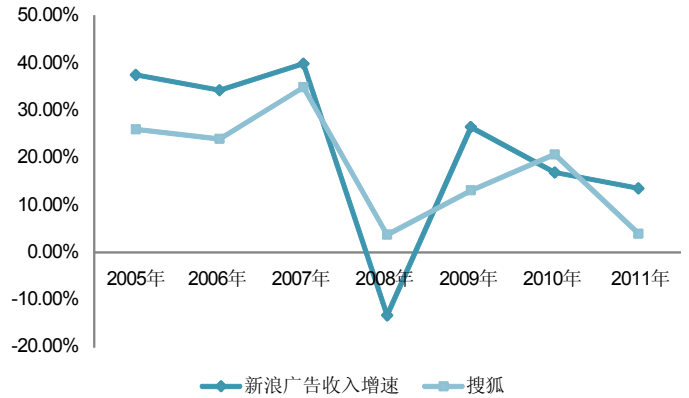
- 人民网自上市以来，战略非常清晰，先提高流量和影响力，目前日均覆盖人数已成功超越新华网位居新闻网站第一，Alexa 排名也由去年的均值 250 名上升至 170 名，在未来几年提高流量和影响力仍是其战略的重点。
  - 流量方面，除有上市红利外，人民网自身也做了诸多努力如根据搜索引擎改变新闻抓取格式、和好 123 等合作等。
  - 据艾瑞咨询统计，人民网自 2012 年上市以来，日均覆盖人数和月有效浏览时间均显著上升，已经成功超越新华网居新闻网站第一；而据 Alexa 统计，人民网排名也由去年 250 名左右的均值已上升至 170 名左右。

图表11: 新浪、搜狐、人民网等流量和广告收入对比



来源: 公司公告, alexa, 国金证券研究所

图表12: 2005-2012 年新浪、搜狐广告收入增速



图表13: 新浪、搜狐日均访问量出现下滑



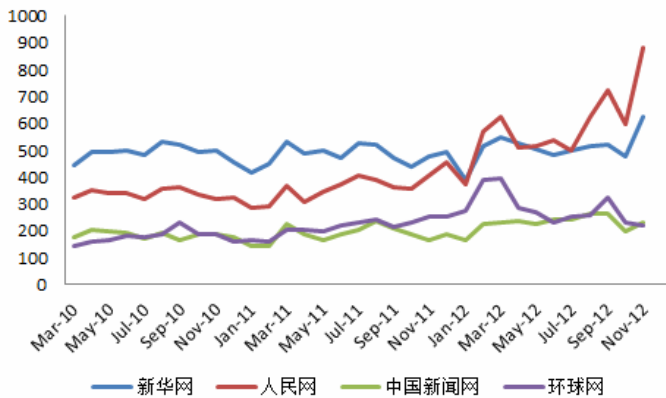
来源: alexa, 国金证券研究所

图表14: 新浪、搜狐、人民网人均页面访问量

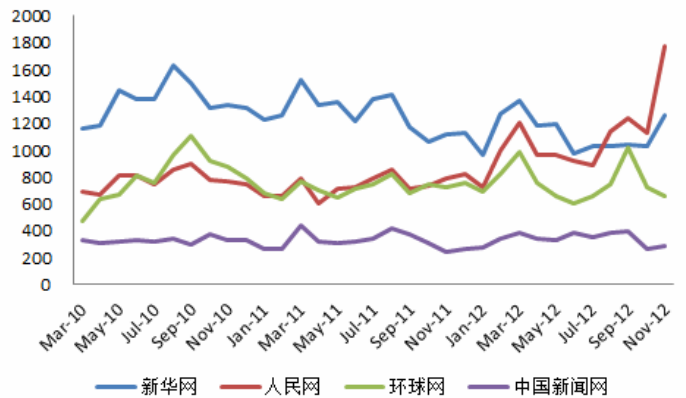


中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

图表15: 主要新闻网站日均覆盖人数(单位: 万)

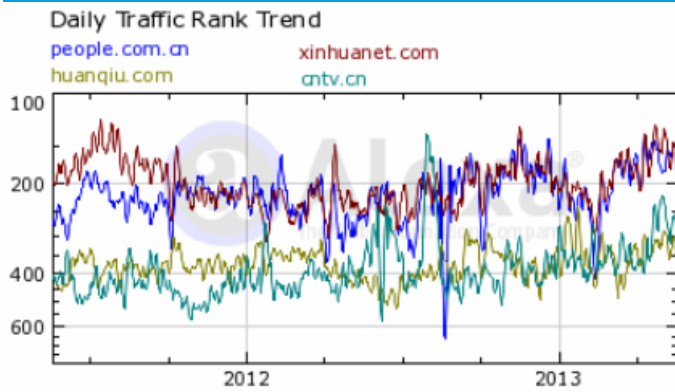


图表16: 主要新闻网站月有效浏览时间



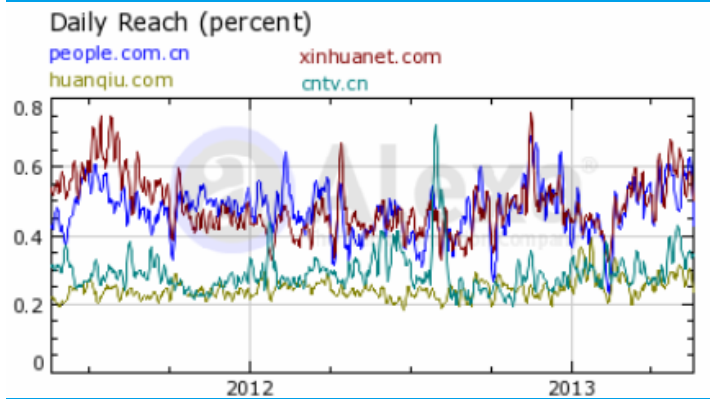
来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表17: 重点新闻网站日平均排名走势图



来源: alexa, 国金证券研究所

图表18: 重点新闻网站日平均访问量走势图



图表19: 新浪、百度、淘宝广告投放属性及计费模式

广告主	媒体属性	计费模式
新浪	品牌广告主为主	品牌塑造 时长计费为主
百度	中小企业	信息搜索 效果付费
淘宝网	电商广告为主	购物行为 效果付费为主

来源: 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

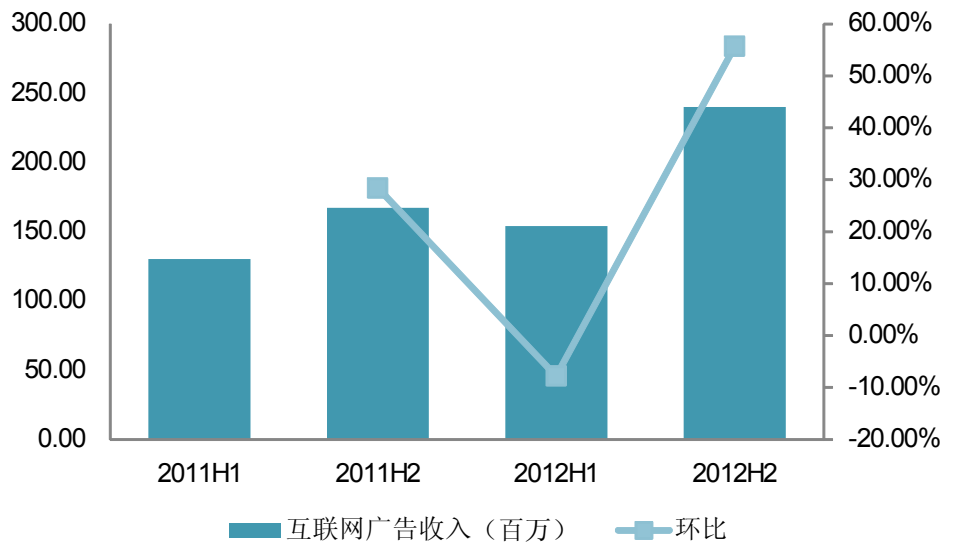
流量提升已开始兑现业绩, 大事件有望持续发酵

- 2013 年全国人大 (3 月 5 日-3 月 17 日) 和全国政协 (3 月 3 日-3 月 12 日) 两会在北京召开, 作为新闻采编方之一, 人民网流量和广告收入都出现大幅提升。据公司介绍, 今年两会广告收入达到 4000 万, 同比增长 135%, 而 2012 年政府换届选举也带来同期广告收入大幅增长 (12H2 VS.12H1 56%, 11H2 VS.11H1 28%), 我们认为这与人民网去年上市以来

做的努力有很大关系，说明流量和影响力的快速提升已开始兑现业绩，大事件有望持续发酵，带来业绩提升。

- 我国党和政府主要的会议有三个：党代会、人大会议、政协会议。其中比较重要的会议有全国代表大会、全国人民代表大会和中国人民政治协商会议。全国代表大会每五年举办一次，逢 2、7 年召开，9-11 月；全国人民代表大会和中国人民政治协商会议每年举办一次，分别为 3 月 5 日和 3 月 3 日，此外也需关注其它大事件，都可能带来业绩提升。
  - 党的会议主要有全国代表大会、中央政治局会议、中央政治局扩大会议、中央委员会全体会议。其中最重要的是全国代表大会和中央委员会；人大会议主要有全国人民代表大会、全国人大第某次会议、全国人大常委会委员长会议、全国人大委会第某次会议、国务院常务会议；政协会议主要有中国人民政治协商会议。

图表20: 2011-2012 年互联网广告收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

#### 后续期待渠道代理、地方频道持续贡献业绩

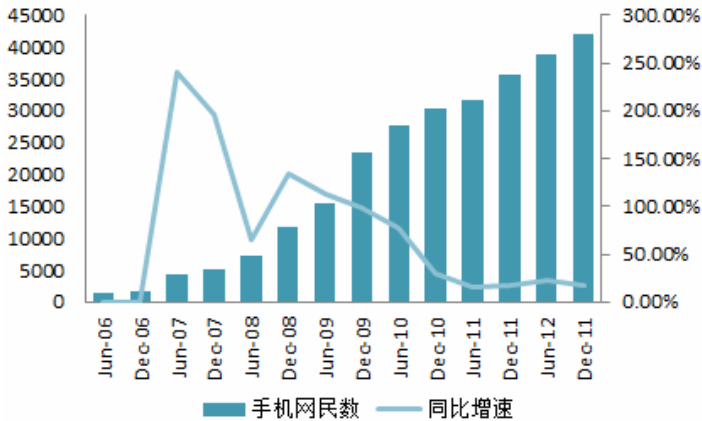
- 人民网广告主要以直销为主，渠道占比仅 30%-40%，2012Q2 开始建设渠道队伍使得代理广告收入翻番，2013 年仍将带来显著贡献；此外，公司加大投入建设地方频道，最好地方分公司收入已达 3000 万，仅以平均额 2000 万计算也有 6 亿市场。因两项策略从去年上市开始实施，已经带来显著效果，我们判断未来将会对持续对业绩产生贡献。
  - 商业门户网站的广告有 80%-90%都是来自于渠道代理，而人民网的广告来自渠道代理的仅有 30%-40%，上市后，公司一再强调会加大和 4A 公司合作。据介绍，2012Q2 开始建设渠道队伍，目前已建成华北、华东和华南三大渠道，去年代理广告收入翻番，今年代理广告仍将带来显著贡献。
  - 此外，公司也加强与地方政府合作，并给好的地方分公司派车等方式建设地方频道，目前有 1/4 省最有影响力的网站已经是人民网的地方频道，最好的地方公司收入规模已达 3000 万，河南、安徽、海南三省居前，若以各省 2000 万收入规模测算，也会产生 6 亿收入，贡献显著；此外，地方频道的加强也会为中央版频道带来大客户。
  - 对于代理渠道和地方分频道的建立，技术层面上并不困难，关键是灵活性和投入的把握，这两项策略都是从 2012 年上市就开始实施，也已经带来显著效果，我们判断未来将会持续对业绩产生贡献。

## 移动增值：需求启动，内容、渠道带来高成长

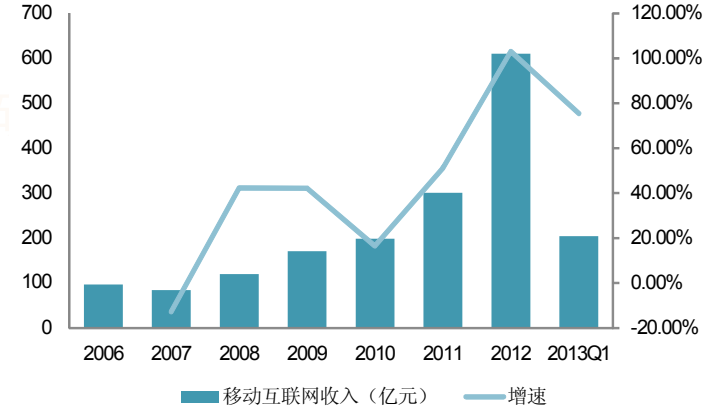
### 移动增值业务基础具备，内容创新是关键

- 截止 2012 年年底，我国手机网民数达到 4.2 亿，同比增长 18%，增速趋缓，但手机网民基数已足够高，开展移动增值业务的基础已经具备；2013Q1 移动互联网市场规模达到 204 亿，同比增长 75.4%，与去年相比增速虽有所放缓，但仍维持高增长。
- 三大电信运营商均为人民网股东，渠道优势明显，内容创新将成为多方竞争过程中业务高成长的关键。

图表21：2012 年我国手机网民达到 4.2 亿



图表22：2013Q1 移动互联网收入达到 204 亿



来源：艾瑞咨询，CNNIC，国金证券研究所

### 拥有全国性手机视频牌照，业务有望维持高增长

- 手机牌照是稀缺性资源，人民网是 9 大牌照拥有方之一，享受政策红利，通过和运营商合作收取分成收入，大部分都已实现盈利；民营运营商主要通过跟手机牌照商合作收取分成收入或通过广告实现盈利，大部分还处于培育阶段。
- 根据国家广电总局和工信部相关规定，企业提供手机视频业务需要严格的资质，即国家对手机视频业务实行牌照管理制度，目前国家仅发放了 9 张全国性牌照，运营商分别是：国视通讯、央视国际、百视通、央广视讯、中投视讯、人民视讯、新华视讯、华夏视讯、中青视讯。2011 年，中国移动视频基地收入为 5 亿元，主要都是来自于和牌照商合作收取的前项收费方式，一般内容商和视频基地按照 4:6 分成。
- 9 张牌照的持有方为中国国际广播电台、中央电视台、上海文广等大型国有传媒企业。牌照管制有助于广电部门扶持国有及国有控股传媒企业，阻止了竞争对手的大量涌入，有助于保护牌照拥有方免于经受过于严酷的竞争环境。
- 民营互联网厂商如优酷、PPTV 主要采取：（1）与手机电视牌照方合作，作为内容运营商，间接与电信运营商合作模式；（2）提供智能手机客户端，作为其网络视频平台的补充完善，主要通过广告获得收入，并不通过运营商结算。也对国有企业带来一定挑战。
- 人民网手机视频节目主要有两个：（1）人民网品牌包，包月 8 元，排名第三；（2）人民网垂直节目（法制节目），排名第九，上线较晚，准备大力拓展。2012 年手机视频业务占手机增值 40%，增速约 75%，实现收入预计 4700 万，按照包月 4 元测算，用户 120 万，在手机增值业务快速增长的大背景下，手机视频仍有望维持高增速。

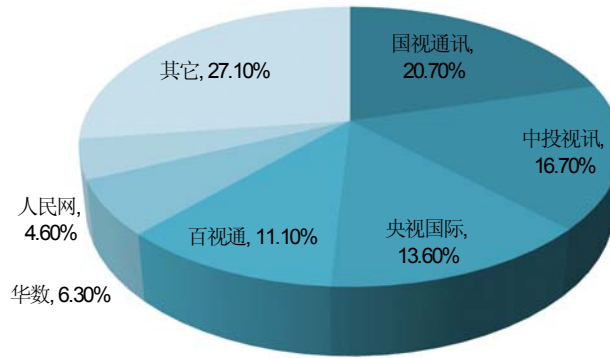
中国价值投资网 最多  
www.jztzw.net

图表23: 中国手机牌照方整体情况

类型	牌照方	运营厂商	运营厂商
全	中国国际广播电台	国视通讯	100TV和中国国际广播电台城市国视通讯负责内容集成与审核
	中央电视台	央视国际	中央电视台全资子公司央视国际负责运营
网	上海文广	百视通	中传与中央人民广播电台合资成立央广视讯负责内容集成与审核
	中央人民广播电台	央广视讯	中传与中央人民广播电台合资成立央广视讯负责内容集成与审核, 并拥有CMMB独立频道
类	中国互联网新闻中心	中投视讯	中国互联网新闻中心成立中投视讯运营手机视频业务
	人民日报社	人民视讯	中联京华文化与人民网合资成立
牌	新华社	新华视讯	新华社成立的直属企业, 主要与中国联通合作, 市场份额较小
	杭州华数	华夏视讯	杭州华数控股的华夏视讯负责具体运营, 华夏视讯拥有手机视听牌照以及3G手机视频集成播控平台
照	共青团中央	中青视讯	公开信息较少, 但实际已开始运营

来源: 国金证券研究所

图表24: 2011年手机视频牌照方市场占有率



来源: 国金证券研究所

### 期待手机阅读、动漫等其它增值业务有所突破

- 2012年人民网手机增值业务收入1.18亿, 同比增速为141%, 主要原因在于2011年完成了多条业务上线, 2012年将多项业务启动, 实现了高增长。手机短信已开通18省; 手机视频占比达40%, 增速约为75%; 此外, 2012年公司又和中国移动手机阅读、手机音乐、手机游戏基地对接, 2013年准备和其它两大电信运营商合作继续拓展业务。
- 除手机短信彩信、视频已经相对成熟之外, 我们认为手机阅读有望在未来成为手机增值业务的新增长点。与传统出版社相比, 其做手机阅读仅限于本出版社作品, 而与第三方手机阅读厂商相比, 人民网拥有渠道优势, 更易于形成盈利模式, 再加上自身新闻内容、深度评论, 容易形成差异化作品。
- 因部分手机增值业务刚刚上线, 基数较低, 再加上手机报、手机视频、手机阅读等业务持续带来较大业绩贡献, 预计未来两年仍会维持高增长。

### 网络舆情: 地方渠道助力舆情业务

- 舆情市场尚待挖掘, 与其它已经上市拥有舆情业务的公司(美亚柏科、拓尔思)相比, 人民网的分析内容主要集中在报刊、电视台、互联网、BBS、论坛的新闻报道及跟帖, 客户也以各区、县领导为主, 并辅以深度



分析。2013 年公司将加大地方对舆情业务的拓展，同时加大技术投入及舆情培训工作，预计舆情业务将加速发展。

- 《网络舆情》主要服务对象以司局级以上领导干部为重点，后经批准扩大到县处级领导干部。监测对象包括监测境内外报刊、电视台、互联网的新闻报道、评论和受众反馈、BBS 论坛、门户网站新闻跟帖、个人博客、个人网站等。杂志定价 4800 元/年，每周三期，2012 年订阅用户超过 9000；今年开始将重视较好的地方公司对舆情杂志和舆情业务的拓展，同时会加大技术投入及舆情培训工作，预计舆情业务将加速发展。
- 目前 A 股上市公司中有网络舆情业务的是美亚柏科和拓尔思，两家公司的客户分别是政府部门（公安部）、企业，主要监测内容与人民网有较大差别，两家擅长利用技术完成舆情分析，而人民网擅长分析新闻事件本质。
- 人民数据库是由人民日报社网络中心、金报电子出版中心联合编辑制作，是我国最大的权威党政时政数据平台，数据库囊括了 6 大子库，三十余个栏目，包含国家决策政策动态，并有全球政经走势分析，同时传递国内各地政策，目标客户包括党政机关、事业单位、大型国有企业等。由于数据库 05 年中期开始试用，09 年才开始产生收入，预计未来会保持相对高速增长，成为信息服务业务增长的亮点之一。
- 中国共产党新闻网站建设和新闻信息版权销售业务均不具创新性，预计增长平稳。

图表25：2008-2015E 信息服务业务预测（单位：百万）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>信息服务收入</b>	<b>54.18</b>	<b>69.62</b>	<b>118.99</b>	<b>139.89</b>	<b>180.04</b>	<b>239.46</b>	<b>305.17</b>	<b>379.98</b>
网络舆情研究资讯	1.63	5.03	15.66	32.73	45.01	67.52	94.52	122.88
数据库等其他信息增值服务		0.89	1.86	6.14	9.00	14.40	21.60	30.25
中国共产党新闻网站建设及其他	42.00	42.00	72.00	72.00	90.02	112.53	135.03	162.04
新闻信息版权销售	10.55	21.70	29.47	29.02	36.01	45.01	54.01	64.81
<b>占比</b>								
网络舆情研究资讯	3.02%	7.23%	13.16%	23.40%	25.00%	28.20%	30.97%	32.34%
数据库等其他信息增值服务	0.00%	1.28%	1.56%	4.39%	5.00%	6.02%	7.08%	7.96%
中国共产党新闻网站建设及其他	77.52%	60.33%	60.51%	51.47%	50.00%	46.99%	44.25%	42.64%
新闻信息版权销售	19.47%	31.17%	24.76%	20.74%	20.00%	18.80%	17.70%	17.06%
<b>增速</b>								
网络舆情研究资讯		207.83%	211.28%	108.96%	37.51%	50.00%	40.00%	30.00%
数据库等其他信息增值服务			108.81%	230.35%	46.62%	60.00%	50.00%	40.00%
中国共产党新闻网站建设及其他信息服务		0.00%	71.43%	0.00%	25.03%	25.00%	20.00%	20.00%
新闻信息版权销售		105.72%	35.81%	-1.52%	24.08%	25.00%	20.00%	20.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

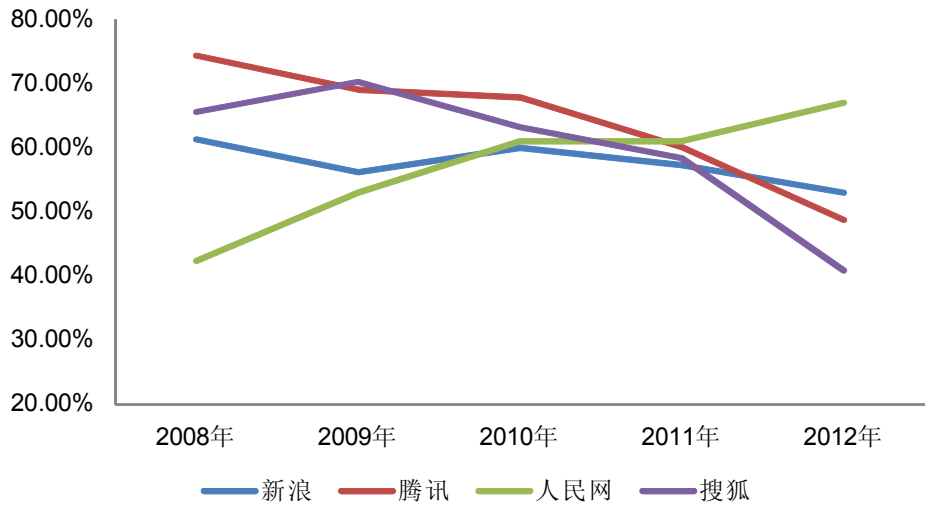
## 盈利预测及估值

### 盈利预测

- 我们预计 2013-2015 年公司营业收入分别为 10.34 亿、14.35 亿、19.15 亿，同比增速分别为 45.99%、38.81%、33.51%；归属于母公司的净利润分别为 3.06 亿、4.21 亿、5.58 亿，同比增速分别为 45.49%、37.57%、32.47%；EPS 分别为 1.11、1.52、2.02 元。

- **收入预测:** (1) 考虑到网络新闻子行业广告空间较大, 公司上市及依靠自身努力使得流量、影响力大幅提升, 增速在一季度已经开始兑现 (50%以上), 后面渠道、地方发力都有望推动广告高成长, 我们预计 2013-2015 年网络广告收入增速分别为 45%、40%、35%; (2) 考虑到手机增值业务基数较低, 2011-2012 年又有手机阅读、手机音乐、手机动漫多项业务上线, 2013 年将和中国电信、中国联通合作, 13 年高增长可期, 预计 2013-2015 年手机增值业务增速分别为 70%、50%、40%。
- **毛利率预测:** (1) 2012 年广告业务毛利率为 67%, 较 11 年提高 6 个点, 同类可比公司新浪、搜狐网络广告毛利率自 2008 年开始持续下滑, 2012 年受到国内经济影响下滑幅度更大, 作为同类门户网站, 我们判断公司未来几年毛利率也将逐年回落; (2) 手机增值业务基数低, 规模效应会带动毛利率提升。

图表26: 新浪、搜狐、腾讯、人民网网络广告毛利率



来源: 国金证券研究所

图表27: 2008-2015E 人民网收入及毛利率预测 (单位: 百万)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>142.23</b>	<b>190.32</b>	<b>331.66</b>	<b>497.26</b>	<b>708.02</b>	<b>1033.63</b>	<b>1434.75</b>	<b>1915.48</b>
互联网广告	73.34	103.67	168.45	297.45	394.09	571.43	800.00	1080.00
信息服务	54.18	69.62	118.99	139.89	180.04	239.46	305.17	379.98
移动增值业务	7.65	6.56	34.13	48.90	117.66	200.02	300.03	420.04
技术服务	7.06	10.47	10.08	11.03	16.24	22.73	29.55	35.46
<b>收入增速</b>		<b>33.82%</b>	<b>74.26%</b>	<b>49.93%</b>	<b>42.38%</b>	<b>45.99%</b>	<b>38.81%</b>	<b>33.51%</b>
互联网广告		41.35%	62.48%	76.58%	32.49%	45.00%	40.00%	35.00%
信息服务		28.49%	70.91%	17.56%	28.70%	33.00%	27.44%	24.51%
移动增值业务		-14.21%	420.28%	43.25%	140.63%	70.00%	50.00%	40.00%
技术服务		48.37%	-3.68%	9.34%	47.26%	40.00%	30.00%	20.00%
<b>毛利率</b>	<b>43.01%</b>	<b>49.29%</b>	<b>57.99%</b>	<b>60.80%</b>	<b>62.20%</b>	<b>59.85%</b>	<b>58.86%</b>	<b>57.94%</b>
互联网广告	42.34%	52.99%	61.01%	61.03%	67.27%	65.00%	63.00%	61.00%
信息服务	38.56%	42.09%	61.65%	68.53%	64.26%	62.00%	63.00%	64.00%
移动增值业务	40.15%	41.43%	32.11%	36.20%	41.77%	42.00%	43.00%	44.00%
技术服务	87.27%	65.36%	51.81%	65.83%	64.20%	65.00%	65.00%	65.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

估值

- 作为内容提供商和互联网企业，考虑到其新闻内容及采编团队资源的稀缺性及后续的并购预期，给予一定的估值溢价，给予 2013 年 45-50 倍 PE，目标价 50-56 元，首次评级“增持”。
- A 股互联网上市公司估值分化较大，2013 年 PE 在 19-70 倍之间（不考虑东方财富），平均 PE 为 53 倍，高于平均值的公司一般有并购或正在做产业链衍生。
- 人民网当前股价对应 2013 年 PE 为 41 倍，考虑到其新闻内容及采编团队资源的稀缺性及后续的并购预期，给予一定的估值溢价，给予 2013 年 45-50 倍 PE，目标价 50-56 元，首次评级“增持”。

图表28: A 股互联网企业估值表

子行业	股票代码	股票名称	股价 (百万)	股本	市值 (亿元)	EPS			PE		
						2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
互联网	300059.SZ	东方财富	10.04	672.00	75.87	0.06	0.10	0.19	177.70	98.72	53.86
	300104.SZ	乐视网	39.25	418.00	185.38	0.69	0.99	1.36	56.76	39.85	28.86
	002095.SZ	生意宝	19.27	162.00	32.56	0.28	0.38	0.48	69.54	50.45	39.81
	002315.SZ	焦点科技	30.01	117.50	35.26	1.26	1.59	2.02	23.82	18.87	14.86
	300226.SZ	上海钢联	9.78	120.00	11.23	0.33	0.46	0.62	29.87	21.20	15.86
	300295.SZ	三五五网	44.40	53.35	25.94	2.33	3.00	3.99	19.02	14.80	11.13
	300315.SZ	掌趣科技	29.81	360.05	107.33	0.46	0.62	0.85	65.29	48.18	35.19
	300113.SZ	顺网科技	36.66	132.00	48.39	0.98	1.29	1.70	37.41	28.42	21.56
	300288.SZ	朗玛信息	53.90	106.80	59.81	0.97	1.25	1.61	55.69	43.06	33.44
	<b>平均估值</b>									52.59	38.42

来源: wind, 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>332</b>	<b>497</b>	<b>708</b>	<b>1,034</b>	<b>1,435</b>	<b>1,915</b>	货币资金	514	684	2,021	2,497	2,930	3,507
增长率		49.9%	42.4%	46.0%	38.8%	33.5%	应收款项	63	82	264	258	362	489
<b>主营业务成本</b>	<b>-139</b>	<b>-195</b>	<b>-268</b>	<b>-415</b>	<b>-590</b>	<b>-806</b>	存货	0	0	2	2	3	4
%销售收入	42.0%	39.2%	37.8%	40.1%	41.1%	42.1%	其他流动资产	2	20	50	31	43	58
<b>毛利</b>	<b>192</b>	<b>302</b>	<b>440</b>	<b>619</b>	<b>844</b>	<b>1,110</b>	流动资产	578	786	2,336	2,787	3,338	4,059
%销售收入	58.0%	60.8%	62.2%	59.9%	58.9%	57.9%	%总资产	88.9%	90.5%	95.6%	96.7%	97.5%	98.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-20</b>	<b>-29</b>	<b>-32</b>	<b>-26</b>	<b>-36</b>	<b>-48</b>	长期投资	12	12	10	11	10	10
%销售收入	6.0%	5.9%	4.6%	2.5%	2.5%	2.5%	固定资产	41	46	69	68	60	47
<b>营业费用</b>	<b>-64</b>	<b>-94</b>	<b>-150</b>	<b>-217</b>	<b>-287</b>	<b>-364</b>	%总资产	6.3%	5.3%	2.8%	2.4%	1.8%	1.1%
%销售收入	19.2%	19.0%	21.2%	21.0%	20.0%	19.0%	无形资产	17	21	27	14	13	12
<b>管理费用</b>	<b>-31</b>	<b>-70</b>	<b>-88</b>	<b>-119</b>	<b>-151</b>	<b>-192</b>	非流动资产	72	82	109	95	85	71
%销售收入	9.3%	14.0%	12.4%	11.5%	10.5%	10.0%	%总资产	11.1%	9.5%	4.4%	3.3%	2.5%	1.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>78</b>	<b>109</b>	<b>171</b>	<b>257</b>	<b>371</b>	<b>506</b>	<b>资产总计</b>	<b>651</b>	<b>868</b>	<b>2,445</b>	<b>2,882</b>	<b>3,423</b>	<b>4,130</b>
%销售收入	23.5%	21.9%	24.1%	24.9%	25.9%	26.4%	短期借款	0	0	0	0	0	0
<b>财务费用</b>	<b>1</b>	<b>13</b>	<b>43</b>	<b>52</b>	<b>56</b>	<b>62</b>	应付款项	98	170	219	326	453	604
%销售收入	-0.4%	-2.6%	-6.1%	-5.0%	-3.9%	-3.2%	其他流动负债	2	12	39	92	114	142
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	流动负债	100	182	258	418	567	745
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	0	0	0	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>100</b>	<b>182</b>	<b>258</b>	<b>418</b>	<b>567</b>	<b>745</b>
<b>营业利润</b>	<b>79</b>	<b>122</b>	<b>212</b>	<b>309</b>	<b>427</b>	<b>568</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>533</b>	<b>656</b>	<b>2,144</b>	<b>2,414</b>	<b>2,799</b>	<b>3,320</b>
%利润率	23.8%	24.5%	29.9%	29.9%	29.8%	29.7%	少数股东权益	18	31	43	50	57	64
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>20</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>651</b>	<b>868</b>	<b>2,445</b>	<b>2,882</b>	<b>3,423</b>	<b>4,130</b>
<b>税前利润</b>	<b>79</b>	<b>142</b>	<b>224</b>	<b>323</b>	<b>441</b>	<b>582</b>							
%利润率	23.8%	28.5%	31.7%	31.2%	30.7%	30.4%							
<b>所得税</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>							
%税率	-1.2%	2.0%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%							
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>139</b>	<b>218</b>	<b>313</b>	<b>428</b>	<b>565</b>							
<b>少数股东损益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>7</b>							
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>82</b>	<b>139</b>	<b>210</b>	<b>306</b>	<b>421</b>	<b>558</b>							
%净利率	24.6%	28.0%	29.7%	29.6%	29.3%	29.1%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>80</b>	<b>139</b>	<b>218</b>	<b>313</b>	<b>428</b>	<b>565</b>	<b>每股指标</b>						
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股收益	0.394	0.673	0.761	1.107	1.523	2.017
<b>非现金支出</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>35</b>	每股净资产	2.570	3.162	7.756	8.732	10.125	12.012
<b>非经营收益</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-43</b>	<b>-11</b>	<b>-14</b>	<b>-14</b>	每股经营现金净流	0.524	0.968	0.336	1.725	1.718	2.245
<b>营运资金变动</b>	<b>17</b>	<b>47</b>	<b>-105</b>	<b>151</b>	<b>31</b>	<b>35</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>经营活动现金净流</b>	<b>109</b>	<b>201</b>	<b>93</b>	<b>477</b>	<b>475</b>	<b>621</b>	<b>回报率</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-20</b>	<b>-28</b>	<b>-56</b>	<b>1</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	净资产收益率	15.32%	21.28%	9.81%	12.68%	15.04%	16.79%
<b>投资</b>	<b>-12</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	总资产收益率	12.54%	16.06%	8.60%	10.62%	12.30%	13.50%
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-816</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	投入资本收益率	14.32%	15.57%	7.57%	10.11%	12.60%	14.52%
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-31</b>	<b>-27</b>	<b>-869</b>	<b>0</b>	<b>-6</b>	<b>-7</b>	<b>增长率</b>						
<b>股权募资</b>	<b>338</b>	<b>14</b>	<b>1,345</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	主营业务收入增长率	74.26%	49.93%	42.38%	45.99%	38.81%	33.51%
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	EBIT增长率	164.27%	39.89%	56.39%	50.63%	44.42%	36.51%
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>-17</b>	<b>-62</b>	<b>0</b>	<b>-36</b>	<b>-36</b>	净利润增长率	260.54%	70.83%	50.78%	45.49%	37.57%	32.47%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>339</b>	<b>-3</b>	<b>1,283</b>	<b>0</b>	<b>-36</b>	<b>-36</b>	总资产增长率	282.09%	33.43%	181.52%	17.88%	18.76%	20.66%
<b>现金净流量</b>	<b>416</b>	<b>170</b>	<b>506</b>	<b>476</b>	<b>433</b>	<b>578</b>	<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	34.2	44.9	81.4	80.0	81.0	82.0
							存货周转天数	0.5	0.4	1.3	1.5	1.7	1.9
							应付账款周转天数	21.8	27.3	39.7	40.0	39.0	38.0
							固定资产周转天数	45.4	34.0	35.5	23.6	15.0	8.7
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-93.31%	-99.67%	-92.39%	-101.34%	-102.59%	-103.63%
							EBIT利息保障倍数	-64.8	-8.3	-3.9	-5.0	-6.6	-8.2
							资产负债率	15.39%	20.94%	10.55%	14.51%	16.56%	18.05%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	5	7	9
增持	0	1	8	9	13
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.60	1.58	1.68

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
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%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net



**特别声明:**

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。

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。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。国金证券建议客户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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户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。

**上海**

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-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: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

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: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商  
www.jztzw.net