

# 从改良到革命：IPTV 只是过渡，但它已领先爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 好几年——乐视网 300104（买入）

## 投资要点：

- 该做的百视通几年前就做到了，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 只是在复制百视通的昨天，但已经失去了时代的机遇；
- 百视通 IPTV 一度填补了用户需求的空白，但它仅仅是一个过渡；
- 看上去，百视通好像在智能电视领域是个后来者。其实不是。从 IPTV 转型 OTT 后，百视通的成绩有目共睹，在发行环节和内容环节迅速发力，紧跟乐视网策略。这些不但是在 IPTV 时代所没有的新战略，也是绝大多数智能电视商没有想明白核心竞争力（综合娱乐集团、自制剧发行权、全球院线发行权）；
- 所有没有自有终端的智能电视、所有以电视机思维制作的智能电视，只要加入了“有线直播”，就还是超不出百视通 IPTV 昨天的做法，百视通已经取得这个市场 70% 的份额，这些所谓的智能电视商在剩余的 30% 市场中难有作为。只要不是革命性的从取得发行权突破，就难以顺利获得用户收费收入；百视通 IPTV 的历史使命已经完成，正在紧跟乐视网步伐，积极转型 OTT。Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元，对应 2014-2015 年 P/E 为 80X、60X，换算成互联网行业的“市研率”，估值更低。Wind 对公司 2013 年业绩预测已经低估了 25%，市场的测算方法是基于传统经济思维的测算，不适合互联网公司。公司 2016 年市盈率 5X，2018 年市盈率 2X。维持乐视网“买入”评级。

## 乐视网 (300104)

分析师：栾雪飞

Tel：010-59355511;13522028695

Email：luanxf@chinans.com.cn

执业证书编号：S0050512100001

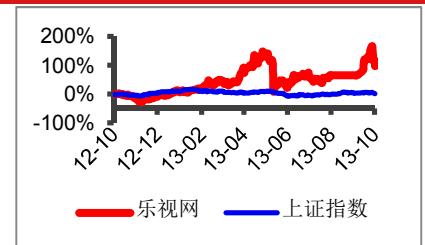
### 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	-

### 市场数据

市价(元)	37.00
上市的流通 A 股(亿股)	4.39
总股本(亿股)	7.98
52 周股价最高最低(元)	10.72-52.05
上证指数/深证成指	2120/ 8206
2012 年股息率	-

### 52 周相对市场改变



### 相关研究

世界之巅的样子：你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网

300104（买入）

70-20-10 定律适用智能电视的完整周期——乐视网 300104（买入）

视频网站重塑好莱坞文化与硅谷文化相融合的发行生态，团购的大数据原理可以在电影票市场发挥威力——乐视网 300104（买入）

对投入产出的明确预测可以到摩尔定律失效那天为止——乐视网 300104（买入）  
到灯塔去，不仅仅是重走美国有线电视 60 年——乐视网 300104（买入）

## 正文目录

引子.....	3
一、壁垒的虚无：该做的百视通几年前就做到了，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 只是在复制百视通的昨天，但已经失去了时代的机遇.....	3
二、壁垒的存在：百视通 IPTV 一度填补了用户需求的空白，但它仅仅是一个过渡.....	6
起源：百视通 IPTV 的“时移回看”功能是对当时传统电视甚至整个视频业的改良，顺应时代机遇而生；因为是“改良”的出发点，最接地气的做法，就是与地方电信、地方广电合作落地.....	7
失去 IPTV 集成播控权：你必须获得“唯一真正有威力的土地”.....	8
内容是有周期的：你还必须要有“不断创造新产品的能力”.....	8
即便控制住成本，具备了持续创造新产品的能力，就是全部的竞争准则吗？不是的，用户体验之贪婪无极限，还需要“持续的帕累托改善”（边际收益/生产率/产量递增-边际成本递减）.....	9
百视通 IPTV 的方向：从改良到革命，重新开垦有肥沃生产力的自有土地，并不输在起跑点.....	9
三、破晓之前：乐视网 300104 估值和投资评级（维持买入）.....	9
四、风险分析.....	10

## 引子

正确的历史观，是一以贯之。

《世界之巅的样子：你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力》从纵向上解决了公司的经营逻辑问题；承接上篇与爱奇艺 TV+、百视通 IPTV、同洲飞 TV 的比较，这篇立足于百视通 IPTV 的平衡点之上，从横向上彻底解决公司的核心竞争力问题。

## 一、壁垒的虚无：该做的百视通几年前就做到了，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 只是在复制百视通的昨天，但已经失去了时代的机遇

《诺亚方舟，上帝制造——文化传媒行业主题研究之智能电视 1》（2013.7.30）中曾说：“我理解的‘标准化复制’迥异于资本市场，我认为它指的是‘对极有限规律的数学建模’”。

表 1：他们想要的，分别究竟是哪里天空与大海？

	爱奇艺 TV+	同洲飞 TV	百视通 IPTV	乐视超级电视
竞争目标（出发点）				
系统思维	改良中觊觎革命	改良中觊觎革命	传统改良	革命
	坚信自己是 To C。本质是通过 To B 借船出海，谋求 To C。悖论是，To B 不能改变用户群，而 To C 争取有线网用户，这时爱奇艺成为有线网的职业经理人（用户留在有线网内，并且 OTT 部分与有线分成）。那么，中国的信托责任是什么？	从 To B 到 To C 转变，本质是 To B（注：没有自己的营销渠道掌控力就是 To B，反之就是 To C）	To B，接地气的三方合作	To C
博弈关系	嫁接互联网模块到终端（坚信终端不能被互联网商整合）；嫁接平台和公网到广电频道干线（DVB+OTT），意在视频网站	嫁接互联网模块到终端；嫁接平台和公网到广电频道干线（DVB+OTT），意在电视游戏、电视教育	嫁接平台和电信专网到广电频道干线	全产业链
	两片海都想要，坚信自己能海纳百川（有时又觉得不会颠覆：矛盾或策略）	两片海都想要，更多还是甘当支流	甘当原来海的支流	全新的海

	坚信 DVB+OTT 是未来，并坚信自己处于“电话+微信”的强势方	坚信 DVB+OTT 是未来，老老实实的为广电服务	坚信 DVB+OTT 是未来，老老实实的解决有线用户“时移回看”的潜在巨大需求	坚信 OTT 是未来
突破：硬件终端和操作系统	两片天空都想要（有时又觉得这不是一场革命）	尝试帮助广电系统发明天空，但其实仍是兜转在原来天空的边缘	原来的天空	全新的天空
	先有网，再有电视； 硬件终端都是传统电视机，原则上都不可与互联网适配	先有网，再有电视	先有网，再有电视	先有电视，再找网
	TCL，集成互联网模块，根本就不相信电视机需要重新发明	飞利浦定制机	传统电视机	超级电视
	中智盟主导的 STV OS1.0 操作系统，无法做到操作系统和硬件的高度融合、自主权和快速升级能力	摸摸看是外围技术突破；操作系统融合度低	系统升级慢	操作系统融合度高；可每周升级 Letv UI
<b>游戏规则</b>				
平台	坚信智能电视应用是正态分布（有线直播+视频网站点播）	长尾分布——看重电视游戏金矿、电视教育等应用	正态分布（有线直播+点播、时移回看）	长尾分布——视频、游戏、Widget 视点雷达、乐搜等
	创维一体机模式（遥控器同时控制机顶盒和电视的出发点）	创维一体机模式	外置 IPTV 机顶盒（永新模式或小米模式），对地方台不利	一体机
内容	对内容的正态分布涵义理解错误	态度不明确，偏向传统电视台的分布	立足传统电视台的正态分布内容	全新内容的正态分布：内容是有周期的
	坚信“有线直播+视频网站点播”并行：有线直播是借船，希望视频网站点播出海，聚焦于在广电内部“从依赖广电到革命广电”，却忽视了最重要的自身核心竞争力是发行权	坚信“有线直播”资产价值被低估	“时移回看”填补有线蓝海，是跟“有线直播”相辅相成的角色	自有直播+点播
	点播资源，英剧/好莱坞等海外资源：长尾内容无时效，投入产出比最低（外购剧相当于电影独立发行人，风险最大）； 独家转播湖南卫视综艺、电视剧：提高时效的举措，但仍然不是首播权	有线直播为主；点播资源依靠 CIBN，较弱；投入低，产出低	2012 中 IPTV 主平台上收 CNTV，2012 年底转型 OTT 后内容加强，NBA、英超，自制剧渗透海润影视，紧跟乐视做法	自制剧、首播精品国产剧、体育直播的投入产出比最高
发行	把 OTT 当成了“点播”	同左	传统电视发行优势	发行是核心突破，国

				内唯一接地气的做法	
		直播有发行优势； 点播无发行优势	同左	直播有发行优势； 点播无发行优势，转型OTT后紧随乐视网， 2013.11.24 全球同步首播《神秘博士》，国内首次同步将全球院线电影搬上电视； 平台提供技术保障防版权盗版，保障发行方利益	自制剧和国产剧建立电视剧发行优势； 张艺谋新片建立电影发行优势（好莱坞25%的电影交给电视台首播发行）
多屏互动	2013年6月下线	基于DLNA协议、Miracast协议、摸摸看（原理上更像是对airplay的改良）转屏技术，实现四屏合一	多屏业务解决方案，合作方是同洲电子	一云多屏； 1080 速递：远程控制	
商业模式	反馈机制	没有设立正反馈机制，用户永久免费	正反馈机制	正反馈机制； OTT后开始加速	正反馈机制； 戴维斯双击最明显
	硬件	无（收入都归TCL）	自有终端，可能有利润	无	穿越摩尔周期的超额利润
	收费	直播部分：分成比例不知； 点播部分：视频网站的做法，分成比例不知——把视频网站搬到电视机上的做法，肯定是错误的；	直播部分 100%归有线； 点播收费分成 60%给同洲； 套餐包分成 70%给同洲， 套餐包节目制作归同洲	基本收视包分成	490 元/年
	广告	涉及分成的业务范围和分成比例不知； 和硬件商分成； 和有线商分成。	直播广告 100%归有线； OTT 广告，有线分成 50:50	IPTV 广告收入占比小； 2013Q3 广告增长 100%	500 台 1 个一线卫视； 高端：收费为主； 低端：广告为主
用户数量	-	-	不到 2000 万户	-	
ARPU 值	0	600 元/2 年	100 元/年	490 元/年	
约束					
监管	地方电视台 有线运营商	地方电视台 有线运营商	CNTV 地方电信运营商 地方电视台	互联网电视牌照； 有线网自救与同洲合作，表明有线网向OTT打开大门，为以后真正的智能电视进入扫清制度障碍	
小结：该做的百视通在几年前早就已经做过了，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 只是在复制百视通的昨天，但已经没有了时代的机遇。当					

爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 进入一个既有的红海市场时，他们将怎样在百视通已经确立“70-20-10”市场份额的剩余 30%中，找到自己的位置？

**竞争目标上，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 与百视通并无不同：**

- 1) 系统思维上都是 To B 的做法，不具备营销掌控权，嫁接到广电频道的干线；
- 2) 都是坚信 DVB+OTT 是未来，不同的只是爱奇艺坚信自己能通过红海里视频网站的长尾内容，让视频网站点播成为用户收费和广告的大头；百视通是抓住了时代的机遇，在当时市场缺少“时移回看”的蓝海市场，老老实实的为广电做时移回看和点播的互动增值服务。“时移回看”是一个相对于“有线直播”诞生的历史性词语，在视频网站发展起来之后，时移回看的功能就渐渐被其他更多名词代替，爱奇艺 TV+、同洲飞 TV、百视通 IPTV 都没有打时移回看牌了（第二部分详解）；
- 3) 爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 貌似从硬件终端选择突破，但是其终端还是一台传统电视机，操作系统跟硬件终端融合度低，快速升级能力和主动性都很低，没有突破 IPTV “系统升级慢”的困境；
- 4) 广电系统和电信系统做智能电视的思路，是先有传输网络，再找到电视机。这个逻辑是错误的，传输网和电视机之间缺乏适配性；这在没有自有智能手机终端所遭遇的 android 困境中，已经看的比较清楚了（中国移动的定制集采机，虽有 4G 网，终端却无法还原片源清晰度，因为终端适配性低而打了折扣）；超级电视的思路是，先有计算机思维的智能电视，再去找合适的传输网络，这个网路可以是光纤，也可以是广电双向网；

**游戏规则上，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 与百视通并无不同：**

- 5) 同洲飞 TV 偏向传统电视台的正态分布内容，爱奇艺 TV+虽然认为是“有线直播+视频网站点播”的正态分布，但对正态分布的理解根本错误，好莱坞/英剧等不具备首播权的长尾内容，投入产出比最低；
- 6) 因为对 OTT 的理解出发点都是“点播”，从根本上忽视了最有价值的“发行”环节。随着百视通转型 OTT，策略紧跟乐视，做自制大剧、体育赛事首播权等，甚至将《神秘博士》做了国内首次同步全球院线的电视大屏放映。而纵观 HBO、ESPN、Netflix 的做法，发行权的确立与用户收费高度相关；
- 7) 多屏互动方面，百视通合作方是同洲电子，爱奇艺多屏互动业务暂时下线，DLNA 是全球统一标准协议；
- 8) 商业模式上，乐视超级电视建立了正反馈机制，有望实现高端用户付费和广告收入的戴维斯双击，爱奇艺把视频网站经营思维照搬到电视大屏上的做法不可取。百视通以用户收费为主、带动广告增长的前例，已经看的比较清楚；
- 9) 用户数量来看，百视通的 IPTV 用户在全国 IPTV 用户中占比过半，与 CNTV 合作后市场份额加强，符合 70-20-10 定律。爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 的市场份额再多也超不过 30%；

**约束上，爱奇艺 TV+和同洲飞 TV 与百视通并无不同：**

- 10) 监管上都受到台网多方监管和利益博弈。

资料来源：《世界之巅的样子：你买的不仅仅是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网 300104（买入）》表 9（P17）、表 17（P36）

## 二、壁垒的存在：百视通 IPTV 一度填补了用户需求的空白，但它仅仅是一个过渡



**起源：**百视通 IPTV 的“时移回看”功能是对当时传统电视甚至整个视频业的改良，顺应时代机遇而生；因为是“改良”的出发点，最接地气的做法，就是与地方电信、地方广电合作落地

**有线网没有解决市场根本问题：**全国有线数字用户超过 1 亿户，有线数字化程度 62%，双向网覆盖用户 6000 万户，双向交互用户 1000 万户。有线数字电视提供 100 多套数字电视节目，尽管基于有线直播内容的价值，有线网络公司也开发了“点播”增值业务，但 95% 的观众仍选择主要收看基本包节目，分级加扰付费节目基本处于在亏损运营；

**IPTV 顺应时代机遇而生，是在当时历史条件下对有线数字电视节目内容在平台方增值服务方式的改良——更好的点播和时移服务：**2005 年，SMG 获得第一张 IPTV 集成运营牌照，百视通抢先一步开发“时移回看+点播”服务，尽管有线网络公司迅速跟风，开发出自有的“时移回看+点播”服务功能，然而相关调查数据，78% 的用户使用 IPTV 的点播和时移服务；

**IPTV 的历史使命随视频网站兴起而结束：**后来，2005 年土豆成立，2006 年 12 月优酷成立，视频网站的诞生，大大弱化了“时移回看”这一相对于“有线直播”诞生的历史性词汇的商业意义。

图 1：百视通 IPTV 业务五年增长迅速占领市场

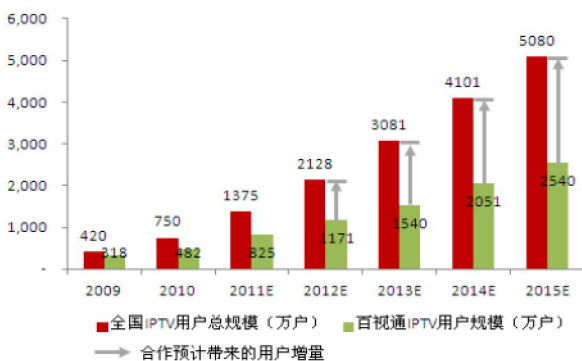


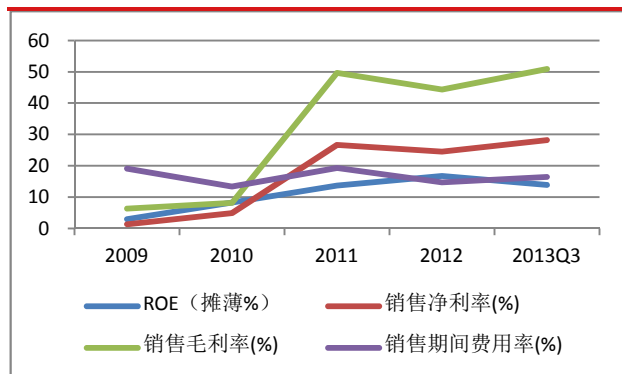
图 2：百视通收入构成以用户收费为主

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E
宽带用户	12,634	15,562	18,922	21,922	24,322	26,722
全国 IPTV 用户	800	1,200	2,649	4,384	6,081	8,017
IPTV 渗透率	6.33%	7.71%	14%	20%	25%	30%
公司 IPTV 用户	400	600	1325	2192	3040	4008
ARPU 值	110.58	114.15	110	110	110	110
广告/用户	11.1	11.5	10	10	10	10

资料来源：东方证券 2012 年报告

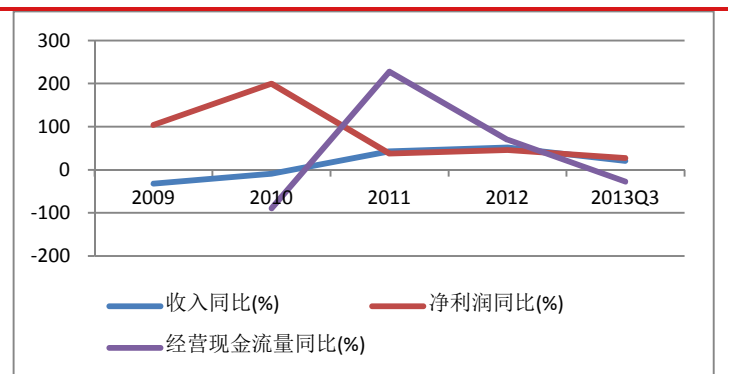
资料来源：上海证券 2012 年报告（假设百视通市场份额 50%）

图 3：百视通四年一期盈利情况



资料来源：Wind

图 4：百视通四年一期增长情况



资料来源：Wind

## 失去 IPTV 集成播控权：你必须获得“唯一真正有威力的土地”

《诺亚方舟，上帝制造——文化传媒行业主题研究之智能电视 1》：“物役权的标准化和人权的非标准化，决定了科学实验、数学模型在标准化和规模量产中的作用大小和作用界限：这艘船只在非常时期起作用，和平时期便会失传，流行的是人类智慧制造出来的所谓新产品，新产品阶段性的轮流充当着物役权的角色，然而威力都比不上土地。奴隶社会的奴隶主更简单，他们仅仅通过约定和奴隶之间的关系确立奴隶主的位置；后来的君主变得聪明，他们通过物役权，将附着在土地上的人更轻易的牢牢掌控。”

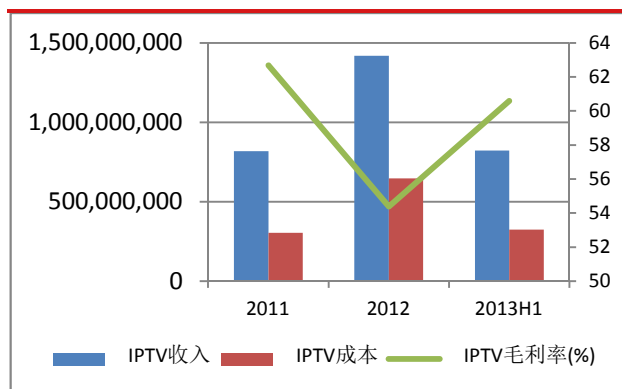
2012 年 6 月，CNTV 上收 IPTV 平台集成播控权，不但进一步减少公司分成比例，而且由于平台主导权的丧失，后期与电信、广电的合作主动权也随之削弱。

## 内容是有周期的：你还必须要有“不断创造新产品的能力”

《诺亚方舟，上帝制造——文化传媒行业主题研究之智能电视 1》：“我对‘品牌’的第一次明确表述是 2011.7《品牌才是最宽阔的那一条护城河》：全部精力用于分析产品、猜测用户体验——这一出发点让我吃尽苦头；然而即便在执意于品牌的时候，我对品牌的定位依然是‘差异化’而非‘定价权’；定价权代表控制与等级，是有周期的，品牌是‘不断创造新产品的能力’。”

综合娱乐集团有助于增强大屏发行权，百视通距离综合娱乐集团还比较远。2013 年以来，已经在参投海润影视方面试图走出更远的一步。

图 5：百视通 IPTV 业务成本不断增加



资料来源：Wind

图 6：百视通 IPTV 内容支出加速向乐视网靠近

2008	集结号、贺岁大片《大灌篮》等国产剧独家
2012	艾米奖《少年魔法师》真人剧
2012	英超
2013	海润影视参股
2013	好莱坞梦工厂《极速蜗牛》国内首播
2013	NBA
2013	神秘博士全球院线同步首映

资料来源：Wind



即便控制住成本，具备了持续创造新产品的能力，就是全部的竞争准则吗？不是的，用户体验之贪婪无极限，还需要“持续的帕累托改善”（边际收益/生产率/产量递增-边际成本递减）

不少地方电信在推广高速光纤时，IPTV 成为附送项目。IPTV 市场已基本饱和，难再找到边际成本递减-边际收益递增的条件。

**百视通 IPTV 的方向：从改良到革命，重新开垦有肥沃生产力的自有土地，并不输在起跑点**

《诺亚方舟，上帝制造——文化传媒行业主题研究之智能电视 1》：“租赁电视台的物业，这在 IPTV 竞争行为中看的很清楚，IPTV 要落地，需要各地方电视台的支持，业务开展的好的地区，地方电视台就自建 IPTV，不再跟原来的 IPTV 商合作。现在电视厂商和乐视网的做法是想要自己做，而地方上的用户与地方电视台是相互依赖的，如果互联网电视争取了用户，就动了地方电视台的利益，如果互联网电视与地方电视台合作，就改变不了用户行为，这是个明显的两难悖论；租赁电信商的通路，我这样理解，互联网电视要落地，跟 IPTV 一样，离不开各地方电信商的支持，不是现在电视厂商和乐视网这套做法，现在用户对智能功用的激活率过低。为什么乐视网这个空对空的做法不对头呢——跟移动互联网相比，互联网电视刚刚处于探索期；虚拟土地的威力，能逐一统一音乐等产品，然而，互联网自身的中立性，在全世界范围内都还没有得到立法确认，当他们雄心勃勃的把触角伸进电信、电视的领域时，其中立性的游戏规则曾显示出来的威力，被削弱了。”

**转型：**2012 年底，通过小红机顶盒，百视通将价值链延伸至互联网电视领域。2012 年底，公司活跃的互联网电视用户数量超过 300 万，同比增长 40%，增速较快；

**位置：**看上去，百视通好像在智能电视领域是个后来者。其实不是。从 IPTV 转型 OTT 后，百视通的成绩有目共睹，在发行环节和内容环节迅速发力，紧跟乐视网策略（图 6）。这些不但是在 IPTV 时代所没有的新战略，也是绝大多数智能电视商没有想明白核心竞争力（综合娱乐集团、自制剧发行权、全球院线发行权），并不输在起跑点；

**小红机顶盒和超级电视不是一个市场：**没有自有终端是很大的问题，适配性、系统升级能力等打折扣；定位中低端用户。

### 三、破晓之前：乐视网 300104 估值和投资评级（维持买入）

所有没有自有终端的智能电视、所有以电视机思维制作的智能电视，只要加入了“有线直播”，就还是超不出百视通 IPTV 昨天的做法，百视通已经取得这个市场 70% 的份额，这些所谓的智能电视商在剩余的 30% 市场中难有作为。只要不是革命性的从取得发行权突破，就难以顺利获得用户收费收入；

百视通 IPTV 的历史使命已经完成，正在紧跟乐视网步伐，积极转型 OTT。

Wind 预计乐视网 2014-2015 年 EPS 为 0.52/0.69 元，对应 2014-2015 年 P/E 为 80X、60X，换算成互联网行业的“市研率”，估值更低。Wind 对公司 2013 年业绩预测已经低估了 25%，市场的测算方法是基于传统经济思维的测算，不适合互联网公司。根据表 2，对应 2016 年市盈率 5X，2018 年市盈率 2X。维持乐视网“买入”评级。

表 2：乐视网盈利预测

单位：万元	2013Y	2016Y	2018Y
硬件收入	90981	5998500	11997000
硬件利润率	5%	15%	25%
硬件利润	4549	899775	2999250
用户收费提价率	-	20%	20%
用户收费	9310	882000	2116800
广告收入	1.5	30	80
X60 广告收入	1	25	70
S40/50 广告收入	0.5	5	10
小计	<b>13861</b>	<b>1781805</b>	<b>5116130</b>
CDN、摊提等主要成本	<b>8233</b>	<b>999593</b>	<b>2836382</b>
净利润	<b>4783 (大致匡算)</b>	<b>664881</b>	<b>1937785</b>

资料来源：《世界之巅的样子：你买的远远不是一个公司的乐观+远见+执行力——乐视网 300104（买入）》表 20（P39）

## 四、风险分析

无。

## 分析师简介

栾雪飞，中央财经大学财政系理财专业本科，金融学院金融学硕士，通过 CFA 二级；

2005-2007 年北汽福田企业股份有限公司 金融服务部；

2007-2012 年国海证券 消费研究；

2012-民族证券 传媒研究。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盘古大观 A 座 40 层(100101)