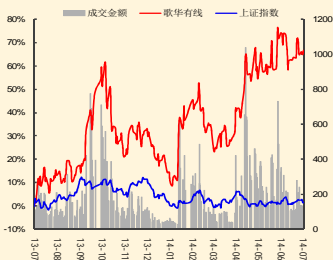


**爱建证券有限责任公司  
研究发展总部**
**分析师：侯佳林**
**执业编号：S0820511030002**

TEL: 021-32229888-25508

E-mail: houjialin@ajzq.com



(%) 1个月 6个月 12个月

绝对表现 -3.39 52.18 65.19

相对表现 -4.93 47.94 64.26

**评级：推荐(维持)**
**基础数据**

收盘价(2014-7-11)	10.82
目标价(未来6个月)	—
52周内高	11.34
52周内低	6.53
总市值(百万元)	11473.33
流通市值(百万元)	11473.33
总股本(百万股)	10.60
已流通(百万股)	10.60
限售股(百万股)	—
每股净资产(元)	5.51

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

**传媒行业**
**转型升级下业绩向好预期存在，关注公司后续发展**
**投资要点**

q 北京广播电视台为实际控制人。公司是国内有线网络首家上市公司，第一批三网融合广电试点企业，也是北京地区唯一合法有线网络运营商，授权负责全市有线广播电视网络的建设开发、经营管理和维护。

q 国网成立后行业转型升级将进一步明晰。根据2010年国务院下发的《推进三网融合的总体方案》，2013-2015年是实现三网融合的关键期，结合国网公司的挂牌及近期广电总局下发的通知看，三网融合推进有望加快，行业发展将进一步明晰。

q 公司以“一网两平台”战略，不断推进新媒体发展。自2011年提出“一网两平台”战略及2012年制订完成《三网融合业务发展规划》后，公司加快了由传统媒介向新媒体、由单一有线电视传输商向全业务综合服务商进军的目标。今年更是公告多项合作，并获授权开展手机电视和互联网电视新媒体业务，这表明公司正不断加快向新媒体领域进军步伐。

q 公司未来业绩有望继续向好。公司设备折旧成本由于业务原因，历年占比较高。未来随着2009年高清机顶盒将基本折旧完毕，相关折旧将进入下降期。此外，针对远郊双网改造公司正具体考虑低成本技术方案，未来相关覆盖成本也有望降低，利于公司毛利提升。同时基于用户规模的提升增值业务如PPV点播、多形式广告投放、北京数字学校、云游戏、彩票等业务具备发展空间。我们看到一季度公司新业务电视院线日点击量已突破2万次，这都体现出公司用户需求与增值业务结合的发展潜力。

q 国企改革提速，促公司转型加快。十八届三中全会后国有文化企业改革已进一步提速。目前上海地区国有文化企业的改革如东方明珠、百视通和新华传媒已走在前列，而公司货币资金总体较为充裕，且资产负债率处合理水平，后续拓展值得继续期待。

q 维持公司“推荐”的投资评级。我们预计2014-2015年公司营业收入为2.48、2.74亿元，每股收益分别为0.46元、0.57元，对应11日股价的市盈率分别为23.52倍、18.98倍。剔除华数传媒、百视通后行业平均市盈率则分别为29.01倍、24.27倍。同时，考虑到随着公司用户规模的扩大，多元化转型营收不断提高、成本降低、改革推进及具有收视维护费提价空间等因素下，未来业绩增长有望继续向好，维持公司“推荐”的投资评级。

q 风险提示：行业政策变动风险；新媒体与增值业务发展缓慢；折旧等成本下降不达预期。

财务预测简表(单位：百万元)	2013A	2014E	2015E
营业收入	2249.61	2493.02	2741.58
增长率(%)	2.16%	10.04%	10.74%
归属母公司股东净利润	376.75	486.13	608.82
增长率(%)	26.68%	29.03%	25.24%
每股收益(EPS)	0.355	0.461	0.574
市盈率(PE)	30.05	23.52	18.98

数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部预测

## 内容目录

一、北京广播电视台为公司实际控制人 .....	3
1.1 公司主要概况 .....	3
1.2 公司股权情况 .....	3
二、国网正式挂牌后行业转型升级进一步明晰 .....	4
三、公司以“一网两平台”战略，不断推进新媒体转型 .....	5
四、公司业绩有望继续向好 .....	6
4.1 成本降低预期下，毛利将继续提升 .....	6
4.2 用户规模提升下增值业务具备发展空间 .....	8
4.3 公司收看维护费未来具有提价空间 .....	9
五、国企改革推进，转型升级预期将继续加快 .....	9
六、盈利预测与估值 .....	10
七、风险提示 .....	12

## 图目录

图 1 公司股权结构简示 .....	4
图 2 近年我国手机网民规模与占比变化 .....	4
图 3 2012-2013 年各类手机应用率情况 .....	4
图 4 2013 年我国有线双网改造覆盖率 .....	5
图 5 今年 4 月我国有线数字用户覆盖率 .....	5
图 6 公司高清交互平台升级界面 .....	6
图 7 歌华飞视业务中的微信服务 .....	6
图 8 主营业务折旧费用开始放缓(亿元) .....	7
图 9 公司高清交互用户数不断提升(万户) .....	7
图 10 今年一季度公司毛利率明显有所提升 .....	7
图 11 2013 年公司主营收入构成情况 .....	8
图 12 公司现有交互配套服务情况 .....	8
图 13 国内主要城市有线电视收看维护费情况 .....	9
图 14 公司近年来货币资金情况(亿元) .....	9
图 15 近年公司 PB-BAND 情况 .....	10
图 16 近年公司 PE-BAND 情况 .....	10

## 表目录

表 1 公司近期主要合作事项情况 .....	5
表 2 国内可比公司估值情况 .....	11

## 一、北京广播电视台为公司实际控制人

### 1.1 公司主要概况

公司是国内有线网络首家上市公司，国内第一批三网融合广电试点企业，也是北京地区唯一的合法有线网络运营商，授权负责全市有线广播电视网络的建设开发、经营管理和维护。目前在北京市敷设光缆4万余公里，电缆24万公里，除总前端机房外，拥有一级传输机房15个、二级传输机房200余个、小区接入机房上千个，双向网络超过450万户，已形成覆盖全市16个区县，可承载视频、语音、数据的超大型信息化基础网络。

在三网融合和智慧北京的大背景下，公司积极推进有线电视向数字化、双向化、高清化发展，致力于将电视机变成家庭多媒体信息终端，全力将高清交互数字电视打造成集政府信息平台、文化共享平台、行业应用平台、便民服务平台、用户娱乐平台于一体的新媒体旗舰。如今公司网内传输模拟电视节目达59套，数字电视节目达168套、数字广播节目为16套并附有多种交互数字电视应用服务，是全国传输数字电视节目、高清电视节目及保留模拟电视频道最多的有线电视网络公司。

### 1.2 公司股权情况

2004年12月北京歌华文化发展集团、北京电视台、北京人民广播电台整体划入北京广播影视集团，同时公司控股股东北京歌华文化发展集团将其拥有的公司66.48%股权全部无偿划拨给北京广播影视集团子公司北广传媒投资发展中心，2005年公司实际控制人北京广播影视集团转企，更名为北京北广传媒集团有限公司。2010年5月北广传媒集团有限公司、北京电视台及北京人民广播电台整合成立北京广播电视台，公司的实际控制人随之变更为北京广播电视台。

图 1 公司股权结构简示



资料来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

## 二、国网挂牌后行业转型升级进一步明晰

随着国网公司的正式挂牌和NGB双向网络改造的进一步推进，国内各地方有线网络的整合转型推进将加快。根据2010年，国务院下发的《推进三网融合的总体方案》，2013-2015年是全面实现三网融合的关键时期，基本形成适度竞争的政策体系和体制机制，而国网公司成立的初衷是在三网融合中整合全国有线网络，申请IDC并成为第四大运营商，从而与电信等运营商进行竞争。目前来看由于时间的推移，各地有线网络省内整合与省外合作早已展开，再加上注册资金的缩水，国网要整合各地方有线网络的难度明显加大，但无论如何国网公司的成立仍是行业的标志性事件，未来行业进一步发展已然是摆在面前的头等大事。

此外，近年来在互联网视频和智能手机等移动浪潮的冲击下，有线网络行业明显感受到了转型升级的迫切需求，可以看到各地方有线网络公司，加快了双向改造、交互式机顶盒应用、高清机顶盒应用等步伐，希望通过更多的增值业务来实现收入的多元化，逐步摆脱业务收入单一，盈利性不强的问题。根据格兰研究的数据，2013年我国有线双向网络覆盖用户已超过9400万户，有线电视双向网络覆盖率达42.40%，但广电网络推进双向网络改造的增长速度却明显低于电视FTTH推广覆盖增长速度，广电双向网改实际渗透率仅有12.77%，且广电宽带用户目前只占全国宽带用户的4%，市场占比依旧较低。与之形成反差的是截止到今年4月我国有线数字化程度约为74.48%，有线数字化整体转换已步入中后期阶段。

我们认为，结合近期广电总局下发的多项通知情况看，三网融合的推进步伐有望加快，而进一步完成各地有线网络的双向改造与用户渗透以及在宽带中国与三网融合的战略下进一步发展与规范互联网电视等新技术，提高增值及高清交互业务功能，提升用户黏度与付费用户规模仍将是发展方向。

图 2 近年我国手机网民规模与占比变化

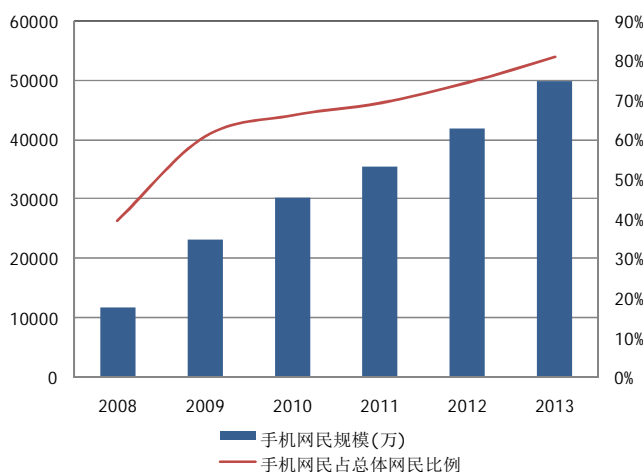
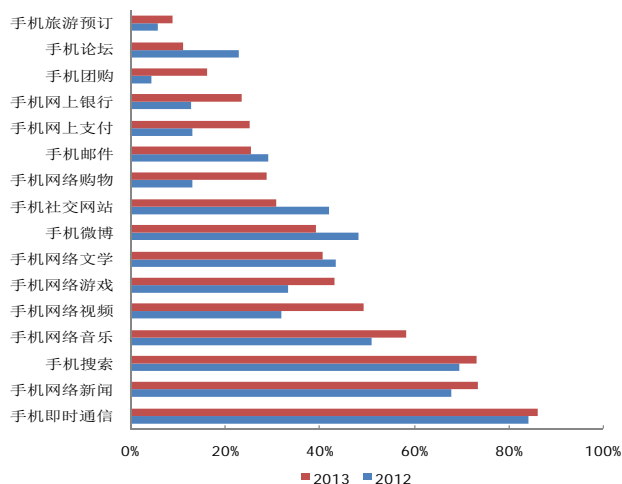


图 3 2012-2013 年各类手机应用率情况



资料来源：中国互联网络信息中心，爱建证券研究发展总部

图 4 2013 年我国有线双向网改造覆盖率

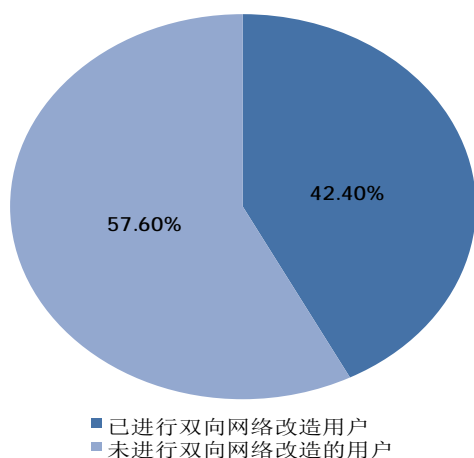
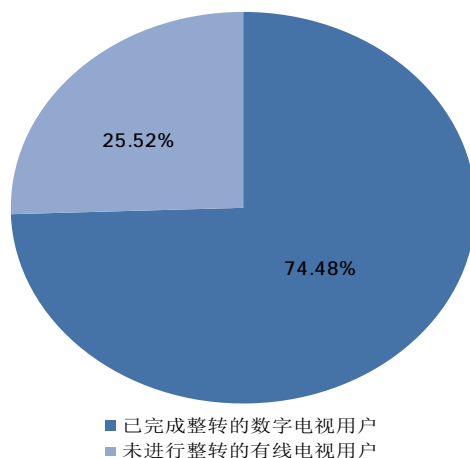


图 5 今年 4 月我国有线数字用户覆盖率



数据来源：格兰研究，爱建证券研究发展总部

### 三、公司以“一网两平台”战略，不断推进新媒体转型

2011年公司提出了打造“一网两平台”的总体战略构想。为全面落实该构想，针对三网融合新的竞争环境，2012年公司制订完成了《三网融合业务发展规划（2013-2015）》。表明了公司将加快由传统媒介向新型媒体、由单一有线电视传输商向全业务综合服务提供商进军战略目标。同时，公司通过推进基础设施升级和技术系统建设来夯实其网络基础，做优做强做大高清交互数字电视新媒体，不断提高数据业务和IP业务的市场渗透能力，进一步提升了用户服务质量和公司综合运营能力。

具体来看，公司现阶段着手推进了全媒体聚合云服务平台建设，推出了飞视小屏到大屏服务及飞视微信服务，试验推出了歌华宽带电视，实现了高清交互平台升级及多个付费节目包和10套高清频道的回看上线，加强了机顶盒研发及优化，推出了语音遥控器，申请并获批总局NGB融合实验室。此外，公司还出资1.4亿元收购了贵州省网4.8%的股权，并积极探讨投资国外电视传输网络的可能。年初以来公司更是陆续发布多项合作公告，拟合作开展的项目包括云游戏、商城、物流、彩票和海外市场拓展等业务，并授权开展手机电视和互联网电视新媒体业务，这都进一步表明公司瞄准转型目标不断拓展的决心。

表 1 公司近期主要合作事项情况

公告日期	合作对象	合作业务
2014-01-20	四达时代通讯	在云游戏、IDC机房、新技术及资本等领域展开战略合作。
2014-01-26	北京市邮政	在电视商城、电视DM专刊、电视营业厅、数字版权、物流配送、邮政金融、数据库商函应用等方面开展全方位、

		多层次的合作
2014-04-17	北京永新视博	在资本、云平台技术和业务、海外市场拓展等方面多种形式的合作
2014-04-21	北广视彩传媒	基于移动终端开展“体彩销售”和“福彩销售”业务
2014-04-19	北京市教育委员会	课程直播、点播和互动教学，及对接“智慧校园”、“家校新时空”项目
2014-06-05	中移动北京	基于本公司的网络基础，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合

资料来源：WIND，爱建证券研究发展总部整理

图 6 公司高清交互平台升级界面

图 7 歌华飞视业务中的微信服务



资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

## 四、公司业绩有望继续向好

### 4.1 成本降低预期下，毛利将继续提升

公司于2009年开始进行高清机顶盒的推广、更换和改造工作。根据年报数据，2013年公司有线电视注册用户已达524万户，其中高清交互用户已从2009年的30万户增长至2013年的382万户，北京市区用户开拓基本完成。

与之相对应的，公司主营业务折旧成本不断提升，从2009年的4.15亿元提升至2013年的10.70亿元，复合增长率达26.72%。其中，2009-2013年高清机顶盒新增成本分别为7.23、18.03、18.92、9.58和5.48亿元，各期折旧成本分别为3.89亿、5.52亿、7.96亿、10.19亿和10.34亿元，近三年折旧约占公司成本的50%。我们认为公司主要收入来源为

有线电视收看维护和信息业务，因而前期资本支出也较高，除去政府补贴因素，实际成本预计更高。不过，根据公司专用设备直线摊销原则，今年看2009年高清机顶盒将基本折旧完毕，相关折旧将进入下降期。同时，2013年开始新增机顶盒不再计入公司成本，相关补助也不计入公司收入，总体上利于公司成本的减小。此外，随着双网改造技术的提升，公司针对远郊农村、山区双向网络改造正具体考虑低成本的技术方案，未来相关覆盖成本也有望大大降低。综合看我们认为2014年公司成本将有效下降，且未来几年有望持续，利于公司毛利的逐步提升。

图 8 主营业务折旧费用开始放缓(亿元)

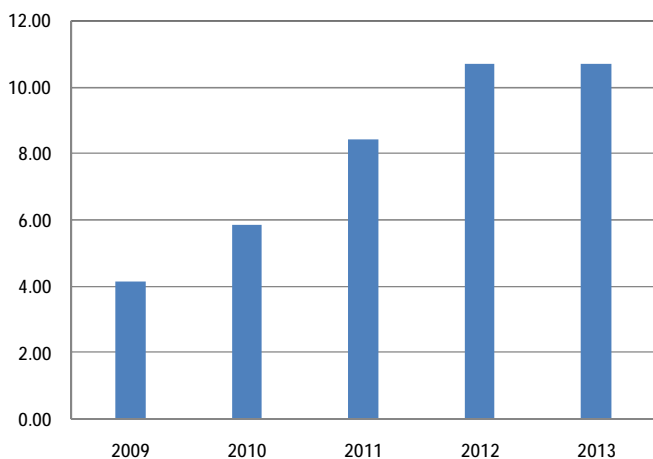
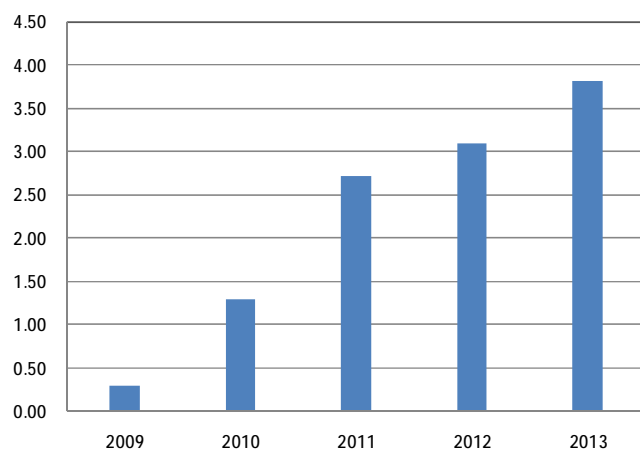


图 9 公司高清交互用户数不断提升(万户)



数据来源：公司财报，爱建证券研究发展总部

图 10 今年一季度公司毛利率明显有所提升

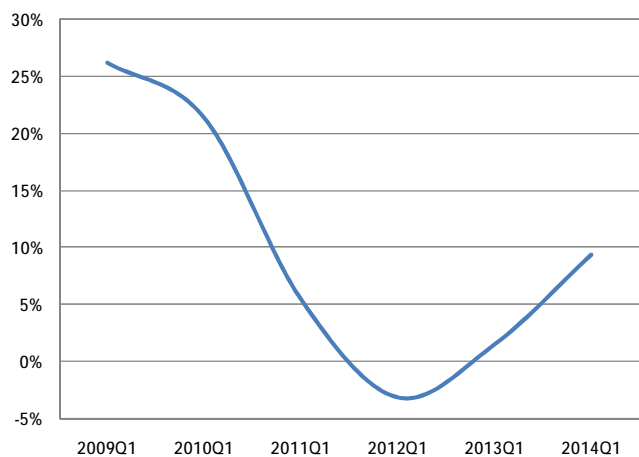
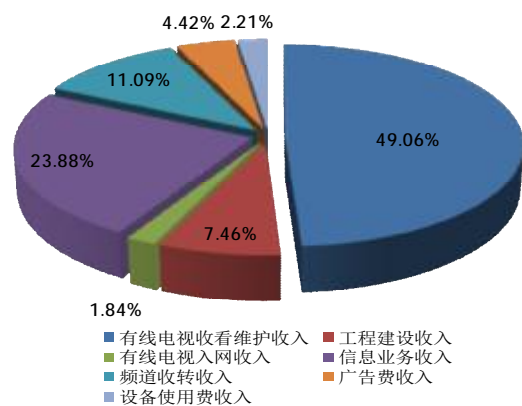


图 11 2013 年公司主营收入构成情况



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

#### 4.2 用户规模提升下增值业务具备发展空间

近年来面对IPTV和互联网电视的激烈竞争，公司有线电视注册用户保持了稳定增长，从2009年的448万户提升至2013年的524万户的规模，平均增长幅度为6.48%。我们认为公司有线电视月费虽然相对较低，但能收看多达168个数字频道和22个高清频道、以及16个数字广播，具有高性价比的特点。同时，随着公司加强推广与百视通合作的歌华高速宽带电视的销售，也有望继续为公司带来不错的新用户积淀。在此之上，基于公司现有超过500万的用户规模，相关业务如PPV点播、多形式广告投放、北京数字学校、云游戏、电视购物和彩票等业务具备一定的发展空间。我们看到一季度公司时移回看频道已增至108个，点播日点击量突破70万次，电视回看日点击量突破220万次，新推出的电视院线日点击量也已突破2万次。这都体现出用户需求与相应公司增值业务结合的发展潜力。

图 10 今年一季度公司毛利率明显有所提升

图 11 2013 年公司主营收入构成情况



资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

图 12 公司现有交互增值服务情况

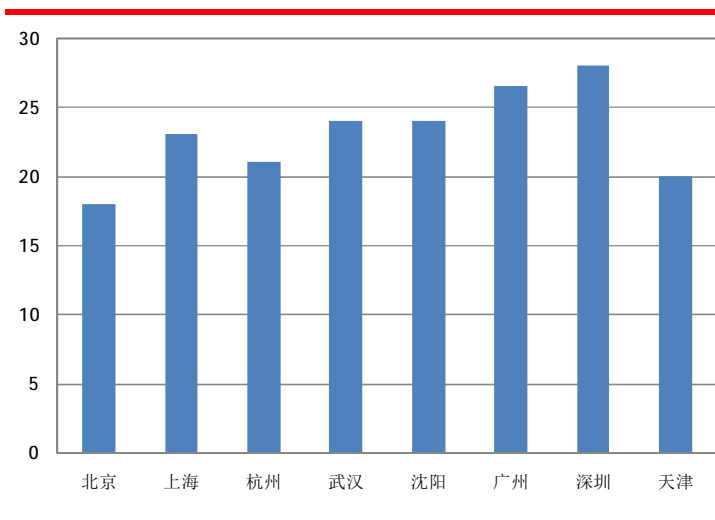


资料来源：公司官网，爱建证券研究发展总部

### 4.3 公司收看维护费未来具有提价空间

年初以来，我国多个大中城市对水价上调举行了听证会，同时也有多个城市已经酝酿了相关方案，同时天然气与煤气的情况也大体一致。我国现阶段公用事业性收费面临着改革提价的局面，而作为有线电视费虽有公益性质，但我们发现公司现有的收费水平，要明显低于其他各地的收费标准。目前公司普通居民有线电视收看维护费仍为2003年出台时的每月每户18元，要低于现有大部分城市与地区平均22元的水平，未来在外部环境提价趋热，内部对比价格仍较低的大环境下，我们认为公司收看维护费有一定的提价空间，同时由于该费用包含了高清及回看等部分增值内容，如后续拆分收费将继续利于公司收入提升。

图 13 国内主要城市有线电视收看维护费情况



资料来源：互联网资料，爱建证券研究发展总部整理

## 五、 国企改革推进，转型升级预期将继续加快

十八届三中全会后国有文化企业的改革进一步提速，原有进展缓慢的国有企业改革和整合在进入2014年后逐步深化。我们看到这方面除了上海地区国有文化企业的改革如东方明珠、百视通和新华传媒已经走在了前面，我们认为国有平面媒体与有线网络的改革和整合需求强烈，这类企业仍是目前市场化活力相对较差的文化传媒类企业，大力推进文化企业改革的关键必然是推动这类企业的发展，而新闻出版与有线电视类企业资产注入做大做强的愿望强烈，同时进行跨区域并购整合的实力也较强，成为整体推进改革的关键点，结合前期国家出台的多项政策如《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》，一贯体现出国有文化企业的改革步伐仍将不断推进向前。

就公司层面来看，2014年一季度的货币资金为35.31亿元，较年初继续提升，总体现金水平较为充裕，且公司资产负债率并不高，2011年来便出现下滑至目前的43.04%。

我们认为不久的将来随着上海两家有线网络类企业重组方案的出台，这将具有业内示范效应并对其他地区相关企业的改革形成触动，利于相关企业后续改革与业务发展步伐的持续推进。

图 14 公司近年来货币资金情况(亿元)

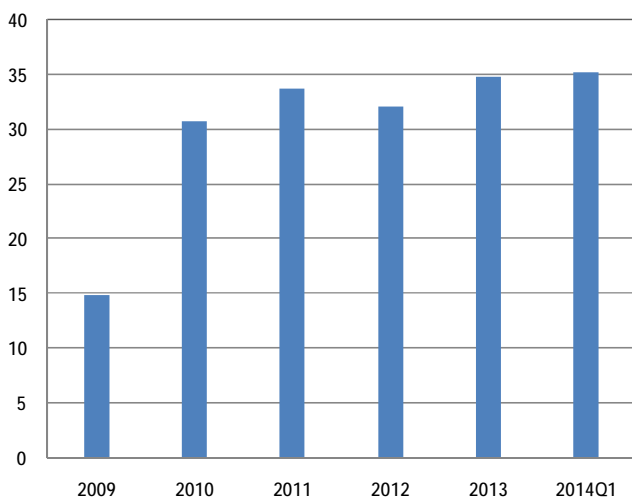
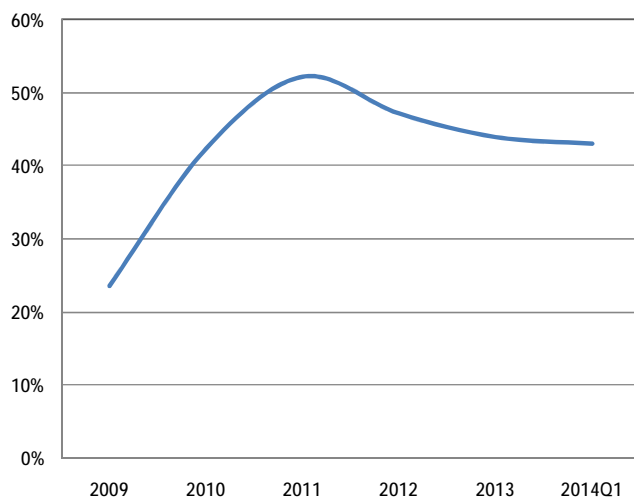


图 15 近年来公司资产负债率情况



数据来源：WIND，爱建证券研究发展总部

## 六、 盈利预测与估值

综上所述，我们对公司的主要假设预计如下：

- Ø 注册用户数：预计未来增长幅度在4%-6%，其中预计歌华飞视用户将良好增长，高清交互用户将继续向市区外拓展。
- Ø 宽带业务：由于公司双向网改已超500多万户，如未来加强维护与推广，公司宽带业务具有发展空间，预计未来体现良好增速。
- Ø 设备折旧：根据公司设备折旧的相关政策，预计今年专用设备折旧将有所下降，同时结合公司针对农村与郊区正考虑低成本技术方案，利于公司未来成本持续的降低。
- Ø 增值业务：增值业务是公司可以重点发展的环节。随着公司近阶段多项合作的签订与铺垫，未来如付费点播、视频教育、电视购物和电视彩票、游戏等有望贡献可观收益，同时，广告业务具有一定的提升空间，预计未来增长稳步提升。
- Ø 其他业务收入：预计工程、入网和转收费等保持同比例增长。
- Ø 费用情况：预计基本保持稳定，变动幅度不大。

我们预计2014-2015年公司营业收入为2.48和2.74亿元，基本每股收益分别为0.46元、0.57元，对应11股价的市盈率分别为23.52倍、18.98倍。目前主要有线网络公司2014-2015年平均市盈率分别为39.27倍、30.86倍，如剔除华数传媒、百视通等估值

较高的公司，行业平均市盈率则分别为29.01倍、24.27倍。我们认为公司作为北京地区唯一改制上市的文化媒体企业，目前仍处在转型推进期，同时在国企改革的大背景下，公司发展意愿也较强。考虑到随着公司用户规模的进一步扩大、多元化转型营收不断提高、成本明显降低以具有收视维护费提价空间的预期下，未来业绩增长有望继续体现，维持公司“推荐”的投资评级。

表 2 国内可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	EPS			PE		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
000156.SZ	华数传媒	28.42	0.23	0.31	0.43	123.57	91.68	66.09
000665.SZ	湖北广电	11.93	0.47	0.48	0.53	25.38	24.85	22.51
000917.SZ	电广传媒	16.72	0.48	0.52	0.64	34.83	32.15	26.13
002238.SZ	天威视讯	12.88	0.45	0.38	0.41	28.62	33.89	31.41
600637.SH	百视通	32.03	0.61	0.84	1.12	52.51	38.13	28.60
600831.SH	广电网络	7.94	0.24	0.27	0.34	33.08	29.41	23.35
601929.SH	吉视传媒	11.14	0.27	0.45	0.62	41.26	24.76	17.94
算术平均	—	—	—	—	—	48.46	39.27	30.86

数据来源：WIND, 爱建证券研究发展总部(截止日期 2014 年 7 月 11 日)

图 24 近年公司 PE-BAND 情况

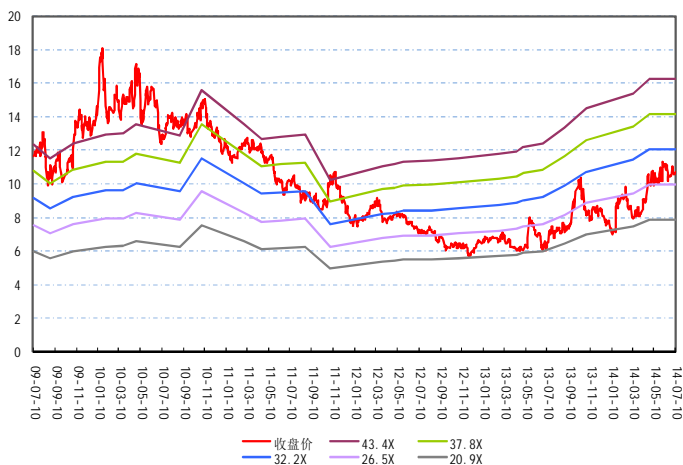
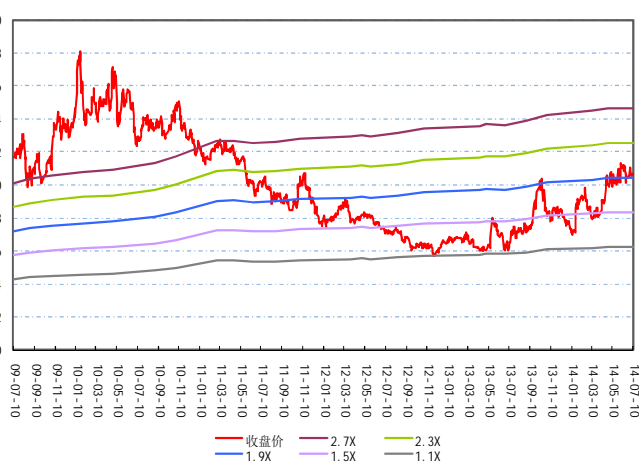


图 25 近年公司 PB-BAND 情况



资料来源：WIND, 爱建证券研究发展总部

## 七、风险提示

Ø 行业政策变动风险

Ø 新媒体与增值业务发展缓慢

Ø 折旧等成本下降不达预期

**附： 公司财务报表预测(单位：百万元)**

资产负债表				利润表			
	2013A	2014E	2015E		2013A	2014E	2015E
货币资金	3327.19	6545.97	7778.10	营业收入	2249.61	2475.53	2741.54
应收和预付款项	97.81	118.60	119.56	减：营业成本	2038.01	2117.69	2271.71
存货	123.25	143.78	143.75	营业税金及附加	66.21	64.00	69.00
其他流动资产	28.55	29.55	29.55	营业费用	100.04	115.00	128.00
长期股权投资	339.84	339.84	339.84	管理费用	134.62	129.00	139.00
投资性房地产	53.53	47.39	41.26	财务费用	-24.85	-24.05	-74.56
固定资产和在建工程	5931.30	3668.05	2404.80	资产减值损失	6.29	5.00	5.00
无形资产和开发支出	103.60	80.25	56.89	加：投资收益	33.74	0.00	0.00
其他非流动资产	147.51	141.39	135.26	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
资产总计	10152.58	10416.83	10946.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	营业利润	-36.96	73.89	208.39
应付和预收款项	900.09	1516.87	1106.92	加：其他非经营损益	421.07	420.00	410.00
长期借款	1458.81	1358.81	1256.81	利润总额	384.11	496.89	618.39
其他负债	2010.03	1910.03	1830.03	减：所得税	5.96	5.96	7.31
负债合计	4368.94	4985.71	4575.76	净利润	378.15	487.93	611.08
股本	1060.37	1060.37	1060.37	减：少数股东损益	1.40	1.80	2.26
资本公积	2052.72	2052.72	2052.72	归属母公司股东净利润	376.75	486.13	608.82
留存收益	2665.32	3011.01	3448.40				
归属母公司股东权益	5778.40	6124.09	6561.49				
少数股东权益	5.24	7.03	9.29	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股东权益合计	5783.64	6131.12	6570.78	EBITDA	1539.54	2749.70	2815.36
负债和股东权益合计	10152.58	10416.83	10946.54	净利润	376.75	487.93	611.08
				EPS	0.355	0.461	0.574
<b>现金流量表</b>				BPS	5.449	5.775	6.188
经营性现金净流量	990.71	1307.14	1413.96	PE	30.05	23.52	18.98
投资性现金净流量	-632.26	-420.00	-400.00	PB	1.95	1.84	1.71
筹资性现金净流量	-115.59	-90.36	-81.84	EV/EBITDA	6.11	6.25	7.37
现金流量净额	242.53	796.78	932.12	股息率	0.009	0.012	0.015

数据来源：WIND, 爱建证券研究发展总部预测

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

## 公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

## 行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

## 重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：[www.ajzq.com](http://www.ajzq.com)