



公司最新消息

乐视网 (300104.SZ)

买入

证券研究报告

短期内存在政策不利因素，长期互联网电视增长前景未变；强力买入

最新事件

上周乐视网股价下跌了19%（同期上证A股指数上涨了0.6%），因为最近互联网电视政策的收紧引发了市场对乐视网智能电视端扩张计划与互联网电视垂直商业模式的担忧。新政策意味着乐视网需要接入持有牌照的内容平台，而且可能要与牌照方分成收入。乐视网于7月18日举行了投资者会议来讨论政策影响。**我们仍对乐视网的竞争实力和互联网电视战略持积极看法，并认为长期增长前景未变，因此该股仍位于强力买入名单。**

潜在影响

短期政策不利因素令商业模式承压。乐视网表示机顶盒将暂停销售，直至公司审查所有内容以确保合规并重新开始与集成平台合作。

就长期而言，我们认为随着监管加强以及违规内容机顶盒的消除，乐视网的产品可能会面临较少竞争，巩固其在互联网电视行业内的领先定位。

海外扩张顺利：乐视网正在香港、台湾、美国扩张其互联网电视商业模式，并预计未来1-2年在全球市场上取得显著进展。我们认为海外扩张不但会抵消国内风险，而且是新的长期增长点。

估值

我们将2014-16年每股盈利预测下调了21%-28%，以反映互联网电视机顶盒销量和用户付费率的下降。因此我们将12个月目标价格下调21%至人民币48.70元，仍基于1.25倍的PEG（根据2014年每股盈利预测计算），并意味着较7月18日收盘价存在49%上行空间。

主要风险

互联网电视政策严于预期。

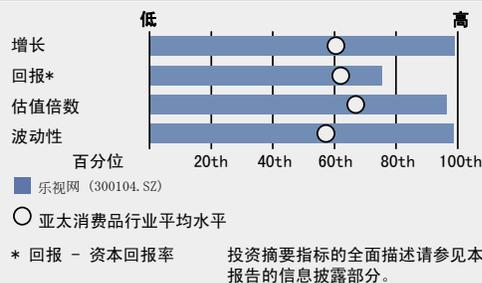
所属投资名单

亚太买入名单
亚太强力买入名单

行业评级：中性

廖绪发, CFA 执业证书编号: S1420510120006
+86(21)2401-8902 xufu.liao@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
方竹静 执业证书编号: S1420513070001
+86(21)2401-8949 zhujing.fang@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
刘智景 执业证书编号: S1420511070001
+86(21)2401-8943 zhiqing.liu@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

投资摘要



主要数据

当前	当前
股价 (Rmb)	35.21
12个月目标价格 (Rmb)	48.70
市值 (Rmb mn / US\$ mn)	28,114.0 / 4,528.7
外资持股比例 (%)	--

	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
每股盈利 (Rmb) 新	0.32	0.46	0.78	1.57
每股盈利调整幅度 (%)	0.0	(22.2)	(28.3)	(21.3)
每股盈利增长 (%)	31.3	44.6	68.2	102.1
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.32	0.46	0.78	1.57
市盈率 (X)	82.7	76.3	45.3	22.4
市净率 (X)	13.2	8.7	7.4	5.7
EV/EBITDA (X)	22.8	25.6	17.9	10.8
股息收益率 (%)	0.1	0.1	0.2	0.4
净资产回报率 (%)	17.9	15.6	17.7	28.9
CROCI (%)	33.6	23.4	23.6	29.8

股价走势图



股价表现 (%)

	3个月	6个月	12个月
绝对	(9.5)	(29.3)	13.6
相对于上证A股指数	(9.0)	(30.9)	10.1

资料来源：公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为7/21/2014收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息，见信息披露附录，或请与您的投资代表联系。

乐视网：财务数据概要

损益表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	资产负债表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入	2,361.2	5,855.2	7,742.7	10,292.1	现金及等价物	608.2	927.6	798.2	1,161.7
主营业务成本	(1,668.7)	(4,770.0)	(6,062.1)	(7,481.4)	应收账款	1,308.5	3,208.3	4,242.6	5,639.5
销售、一般及管理费用	(310.4)	(678.6)	(963.4)	(1,254.7)	存货	146.6	419.1	532.7	657.4
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	23.0	2.0	2.0	2.0
其它营业收入/(支出)	(27.8)	0.0	0.0	0.0	流动资产	2,086.3	4,557.1	5,575.5	7,460.6
EBITDA	980.4	1,187.9	1,698.3	2,774.6	固定资产净额	179.5	200.9	206.2	207.3
折旧和摊销	(626.0)	(781.3)	(981.1)	(1,218.7)	无形资产净额	2,707.4	3,838.8	4,112.8	4,293.3
EBIT	354.4	406.6	717.2	1,555.9	长期投资	20.3	23.4	26.4	29.5
利息收入	1.3	6.1	9.3	8.0	其它长期资产	26.8	36.0	43.3	49.2
财务费用	(116.3)	(127.5)	(127.7)	(127.8)	资产合计	5,020.3	8,656.1	9,964.2	12,039.9
联营公司	(0.1)	3.0	3.0	3.0	应付账款	1,046.1	3,005.7	3,820.0	4,714.3
其它	8.4	10.0	10.0	10.0	短期贷款	970.0	970.0	970.0	970.0
税前利润	246.4	298.2	611.8	1,449.1	其它流动负债	490.5	503.0	529.4	596.2
所得税	(14.0)	(38.4)	(79.1)	(202.5)	流动负债	2,506.6	4,478.7	5,319.4	6,280.5
少数股东损益	22.6	128.5	120.5	73.6	长期贷款	415.3	415.3	415.3	415.3
优先股股息前净利润	255.0	388.4	653.2	1,320.3	其它长期负债	18.9	18.9	18.9	18.9
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	434.2	434.2	434.2	434.2
非经常性项目前净利润	255.0	388.4	653.2	1,320.3	负债合计	2,940.8	4,912.9	5,753.6	6,714.7
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	255.0	388.4	653.2	1,320.3	普通股权益	1,599.5	3,391.8	3,979.7	5,167.9
每股基本盈利(非经常性项目前)(Rmb)	0.32	0.46	0.78	1.57	少数股东权益	480.0	351.4	230.9	157.3
每股基本盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.32	0.46	0.78	1.57	负债及股东权益合计	5,020.3	8,656.1	9,964.2	12,039.9
每股摊薄盈利(非经常性项目后)(Rmb)	0.32	0.46	0.78	1.57	每股净资产(Rmb)	2.00	4.03	4.73	6.14
每股股息(Rmb)	0.03	0.05	0.08	0.16					
股息支付率(%)	10.3	10.0	10.0	10.0					
自由现金流收益率(%)	(3.4)	(3.7)	(0.3)	1.4					
增长率和利润率(%)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	比率	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
主营业务收入增长率	102.3	148.0	32.2	32.9	CROCI (%)	33.6	23.4	23.6	29.8
EBITDA增长率	46.6	21.2	43.0	63.4	净资产回报率(%)	17.9	15.6	17.7	28.9
EBIT增长率	47.9	14.7	76.4	116.9	总资产回报率(%)	6.4	5.7	7.0	12.0
净利润增长率	31.3	52.3	68.2	102.1	平均运用资本回报率(%)	14.0	10.4	14.1	26.1
每股盈利增长	31.3	44.6	68.2	102.1	存货周转天数	19.0	21.6	28.7	29.0
毛利率	29.3	18.5	21.7	27.3	应收账款周转天数	150.0	140.8	175.6	175.2
EBITDA利润率	41.5	20.3	21.9	27.0	应付账款周转天数	165.6	155.0	205.5	208.2
EBIT利润率	15.0	6.9	9.3	15.1	净负债/股东权益(%)	37.4	12.2	13.9	4.2
					EBIT利息保障倍数(X)	3.0	3.3	6.1	13.0
现金流量表(Rmb mn)	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	估值	12/13	12/14E	12/15E	12/16E
优先股股息前净利润	255.0	388.4	653.2	1,320.3	基本市盈率(X)	82.7	76.3	45.3	22.4
折旧及摊销	626.0	781.3	981.1	1,218.7	市净率(X)	13.2	8.7	7.4	5.7
少数股东权益	(22.6)	(128.5)	(120.5)	(73.6)	EV/EBITDA(X)	22.8	25.6	17.9	10.8
运营资本增减	(829.6)	(212.7)	(333.6)	(627.3)	企业价值/总投资现金(X)	5.7	5.0	4.0	3.1
其它	147.0	18.0	(3.0)	(3.0)	股息收益率(%)	0.1	0.1	0.2	0.4
经营活动产生的现金流	175.9	846.4	1,177.1	1,835.1					
资本开支	(906.8)	(1,943.3)	(1,267.7)	(1,406.3)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	9.2	0.0	0.0	0.0					
投资活动产生的现金流	(897.7)	(1,943.3)	(1,267.7)	(1,406.3)					
支付股息的现金(普通股和优先股)	(20.9)	(26.3)	(38.8)	(65.3)					
借款增减	503.5	0.0	0.0	0.0					
普通股发行(回购)	551.5	42.7	0.0	0.0					
其它	80.5	1,400.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	1,114.7	1,416.3	(38.8)	(65.3)					
总现金流	392.8	319.4	(129.4)	363.5					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

廖绪发, CFA
xufa.liao@ghsl.cn

方竹静
zhujing.fang@ghsl.cn

刘智景
zhijing.liu@ghsl.cn

短期内存在政策不利因素，长期互联网电视增长前景未变

根据流媒体网7月11日和15日报道，国家新闻出版广电总局约见了7家互联网电视牌照方，要求这些公司立即中断与违规互联网视频网站的所有合作。同时，作为加强互联网电视监管的一部分，广电总局现在要求乐视网、优酷等互联网电视内容企业必须与两个牌照方（一个集成牌照，一个内容服务牌照）合作，才能在互联网电视上播放其内容，这与2011年发布的“181号文”一致。

7月17日乐视网也确认相关牌照方将暂停与乐视网合作，并宣布正在审查所有内容，并计划独立或者联合广电系统单位共同申请互联网电视内容牌照。乐视网管理层于7月18日举行了投资者会议来讨论监管政策收紧及其对公司的影响，以及公司的全球扩张计划。

政策监管收紧将在短期内影响乐视网的互联网电视业务（主要是机顶盒业务）。我们认为当前这轮政策监管收紧将在短期内对乐视网的“平台+硬件+应用+内容”生态链模式带来负面冲击，原因如下：

1. 根据最新的监管政策，乐视网的内容平台或许难以在互联网电视上独立存在；
2. 因短期内缺乏牌照方的合作，乐视网的机顶盒销售面临监管风险（一款智能电视端与一家牌照方合作的方式已经被禁止）；
3. 乐视网的内容必须接入持有牌照的互联网电视平台，并在与内容服务牌照方合作的前提下提供内容，因而可能必须与之进行收入分成。

乐视网宣布计划以或独立或与广电运营商合作的方式来申请互联网电视内容服务牌照；如能成功，则公司可能恢复机顶盒的销售。我们认为乐视网可能难以独立申请内容服务牌照，因为迄今为止所有14个内容牌照都颁给了国有电视台。因此我们认为联手一家内容服务牌照方可能会为乐视网带来更大的胜算。

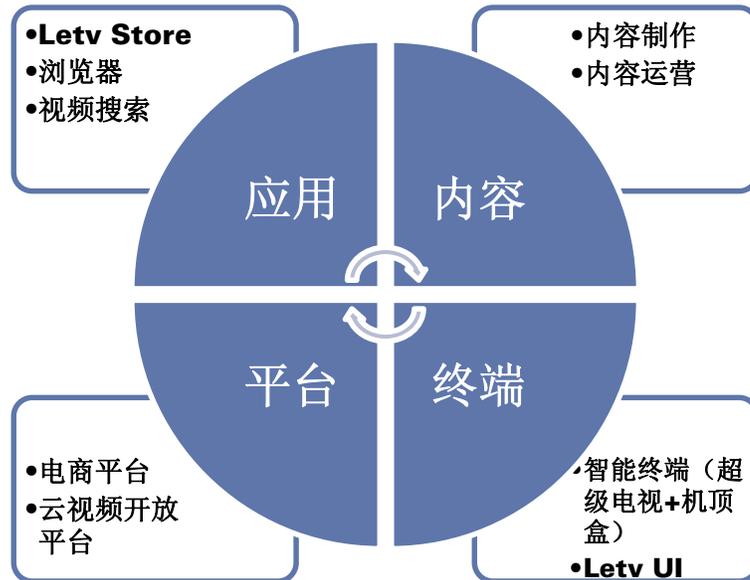
在我们看来，乐视网在互联网电视价值链中的主要竞争优势仍然完好。正如之前报告所述，乐视网已经建立了垂直一体化的全产业链模式（参阅2014年4月10日发表的报告*全产业链布局稳步推进；强力买入*）。我们认为凭借其在内容/平台/硬件上的优势，乐视网将继续在互联网电视产业中保持领先。

内容：乐视网强大的自制内容能力（花儿影视和乐视影业）、内容采购运营能力已经在内容端确立了自制、独家内容的差异化优势。此外，公司积极巩固其体育内容库，从而充分受益于中国体育内容需求的增长。随着监管机构继续打击互联网电视上的盗版内容并加强保护合法版权，我们认为乐视网将受益于此，因为它拥有中国最大的内容库，而这可能对互联网电视内容牌照方构成吸引力。

平台：乐视网在互联网价值链中已经建立了四个开放平台，即云视频、大数据、广告和电商，这应有助于公司进一步巩固其电视生态系统并向其它智能终端扩张。在监管收紧的情况下，乐视网仅可作为互联网电视内容服务平台之下的内容提供商；然而，我们认为公司在互联网电视价值链上的四大开放平台仍能够通过申请内容牌照等合作形式而稳健运行。

硬件：截至2014年6月30日，乐视网机顶盒的累积销量为175万，超级电视的销量为90万台，公司预计2014年将销售150万台超级电视。由于低价硬件是获取新用户的有效方式，互联网电视内容牌照方可能会认为乐视网在硬件方面的优势具有吸引力。

图表1: 乐视网的生态系统模式



资料来源：公司数据

长期来看，我们期待乐视网与广电系统单位合作，建立更稳固、可持续且更符合监管政策的互联网电视运营和商业模式。随着监管的加强以及机顶盒中非法内容的去除，乐视网产品面临的竞争将趋于缓和，从而巩固其在互联网电视行业的领先地位。

海外扩张符合预期。管理层在投资者会议上表示将继续在香港、台湾、美国、加拿大等海外市场扩张其互联网电视商业模式，并预计未来 1-2 年将在全球市场取得重大进展。管理层还积极在全球招募高科技和互联网专业人才到国内以进一步发展大陆的业务。

盈利预测和目标价格调整

鉴于乐视网表示将暂停销售机顶盒，并审核全部内容确保符合监管要求，之后再继续与综合播出平台进行合作，我们下调了机顶盒销量假设。我们还下调了我们的用户支付率假设，因为我们认为乐视网将需要和内容服务/综合广播牌照方合作向用户提供内容。这可能会阻碍其品牌/业务建设进程，并影响用户为乐视网的互联网电视服务支付费用的意愿。

因此，我们将 2014-16 年每股盈利预测下调 21-28%，并将 12 个月目标价格下调 21% 至人民币 48.70 元。我们的目标价格仍基于 1.25 倍的 PEG 倍数，其中采用了 2014 年预期每股盈利。新目标价格相对于 7 月 18 日的收盘价存在 49% 的上行空间，是我们研究范围内媒体公司中的最高水平。

我们维持对乐视网的买入评级，该股位于我们的强力买入名单，我们仍然看好公司在互联网电视方面的竞争实力和战略，并认为其长期增长前景依然完好。

图表2: 每股盈利预测和 12 个月目标价格调整

人民币元

乐视网				
目标价	新	48.70		
	旧	61.82		
	变化	-21%		
EPS		2014E	2015E	2016E
	新	0.46	0.78	1.57
	旧	0.59	1.08	1.99
	变化	-22%	-28%	-21%

资料来源: 高华证券研究

图表3: 主要财务数据

单位, 百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,361	5,855	7,743	10,292
YoY	102%	148%	32%	33%
会员及发行服务	834	759	719	895
终端业务	688	3,279	4,099	5,009
超级电视销量(10k)	12	80	100	120
机顶盒销量(10k)	60	80	100	150
广告业务	839	1,594	2,630	4,077
电视剧		222	295	312
营业成本	1,669	4,770	6,062	7,481
固定资产折旧	39	64	97	122
版权成本摊销	580	717	881	1,093
硬件成本	688	3,286	4,107	5,009
电视剧		94	118	125
其他成本	361	704	977	1,258
毛利	693	1,085	1,681	2,811
毛利率	29.3%	18.5%	21.7%	27.3%
利润总额	246	298	612	1449
减: 所得税	14	38	79	202
净利润	232	260	533	1247
减: 少数股东损益	-23	-129	-121	-74
归属于母公司所有者的净利润	255	388	653	1320
YoY	31%	52%	68%	102%

资料来源: 公司数据、高华证券研究

主要风险

互联网电视监管进一步强化。如果监管部门进一步收紧对互联网电视的监管政策, 我们认为这对乐视网申请内容牌照以及与内容牌照方合作将带来负面影响。由此这可能会对其智能终端的销售带来较长时间的负面影响, 并影响到其“内容+平台+硬件+应用”商业模式的执行。

图表4: 我们研究范围内的媒体公司估值表
人民币元, 除非另有说明

Ticker	Company	Rating	Price 18-Jul-2014	12-m TP	Potential	Mkt cap (Rmb mn)	P/E (X)			EV/EBITDA		P/B (X)
							2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2014E
300104.SZ	Leshi Internet Information & Technology	Buy*	32.85	48.70	49%	26070	71X	42X	21X	24X	17X	8.1X
300058.SZ	BlueFocus Communication	Buy*	23.12	41.24	78%	21470	29X	22X	17X	21X	16X	5.2X
300133.SZ	Zhejiang Huace Film & TV	Buy	29.16	35.97	23%	16933	33X	25X	19X	27X	19X	5.7X
300027.SZ	Huayi Brothers Media	Buy	21.95	35.04	60%	13275	26X	20X	15X	22X	17X	5.7X
002400.SZ	Guangdong Advertising	Buy	20.61	30.46	48%	11918	30X	23X	17X	18X	14X	6.9X
300315.SZ	Ourpalm Co., Ltd	Buy	15.83	23.10	46%	17858	48X	26X	20X	37X	20X	4.8X
002292.SZ	Guangdong Alpha Animation	Buy	33.00	41.20	25%	20275	45X	33X	23X	33X	23X	7.5X
300251.SZ	Beijing Enlight Media Co.	Buy	18.63	24.62	32%	18867	38X	27X	20X	33X	23X	7.1X
300291.SZ	Beijing Hualubaina Film & TV Co.	Neutral	30.80	26.24	-15%	8131	52X	43X	36X	39X	32X	7.3X
600637.SS	BestTV New Media	Neutral	32.03	40.62	27%	35673	38X	27X	20X	23X	16X	7.8X
300113.SZ	Hangzhou Shunwang Technology Co., Ltd	Neutral	24.43	22.84	-7%	7094	47X	36X	26X	36X	26X	7.3X
600880.SS	Chengdu B-ray Media	Neutral	10.47	11.90	14%	10316	23X	19X	16X	13X	10X	3.0X
600633.SS	Zhejiang Daily Media Group Co., Ltd	Neutral	12.14	14.66	21%	7213	24X	20X	16X	18X	14X	3.5X
000156.SZ	Wasu Media Holding Co., Ltd	Neutral	28.36	22.27	-21%	32520	83X	58X	42X	33X	27X	14.7X
601928.SS	Jiangsu Phoenix Publishing & Media	Neutral	8.81	6.70	-24%	22421	22X	20X	19X	20X	17X	2.2X
000665.SZ	Hubei Broadcasting & Television Information Network Co.	Neutral	11.75	9.08	-23%	4568	23X	20X	18X	8X	7X	1.8X
601801.SS	Anhui Xinhua Media	Neutral	13.20	11.20	-15%	12012	18X	17X	16X	15X	14X	2.4X
600551.SS	Time Publishing & Media	Neutral	16.16	11.70	-28%	8174	21X	19X	18X	22X	20X	2.3X
600373.SS	Chinese Universe Publishing and Media	Neutral	12.43	11.33	-9%	12692	17X	14X	11X	11X	8X	2.3X
601098.SS	China South Publishing & Media	Neutral	13.55	12.10	-11%	24336	19X	18X	15X	14X	12X	2.3X
600037.SS	Beijing Gehua CATV	Neutral	10.19	8.76	-14%	10805	21X	18X	15X	6X	5X	1.8X
002238.SZ	Shenzhen Topway Video Communication	Sell	12.66	6.54	-48%	4056	35X	34X	31X	8X	8X	2.5X
600831.SS	Shaanxi Broadcast & TV Network	Sell	7.84	4.94	-37%	4417	29X	23X	22X	6X	5X	2.5X
Avg.							34X	26X	20X	21X	16X	5X
Median							29X	23X	19X	21X	16X	4.8X

* 该股位于我们的亚太地区强力买入名单。

资料来源: 万得、高华证券研究

信息披露附录

申明

我们，廖绪发、CFA、方竹静、刘智景，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

廖绪发，CFA：中国传媒业、中国旅游业、中国食品及饮料行业。方竹静：中国传媒业。刘智景：中国旅游业、中国食品及饮料行业。

中国食品及饮料行业：古井贡酒、光明乳业、海天味业、南方食品、承德露露、加加食品、洋河股份、中炬高新、贵州茅台、泸州老窖、青青稞酒、山西汾酒、五粮液、伊利股份、贝因美。

中国传媒业：皖新传媒、光线传媒、歌华有线、华录百纳、百视通、蓝色光标、博瑞传播、中南传媒、中文传媒、省广股份、奥飞动漫、顺网科技、华谊兄弟、湖北广电、凤凰传媒、乐视网、掌趣科技、广电网络、天威视讯、时代出版、华数传媒、浙报传媒、华策影视。

中国旅游业：首旅股份、中青旅、中国国旅、峨眉山 A、桂林旅游、黄山 B 股、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份、宋城股份、张家界。

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：乐视网 (Rmb35.21)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的看法。**具吸引力(A)**：未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)**：未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)**：未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)**：由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)**：我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)**：我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)**：此资料不存在或不适用。**无意义(NM)**：此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们并不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征购股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征购要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在高华客户网上并向所有客户同步提供。高华未授权任何第三方整合者转发其研究报告。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您的销售代表。

北京高华证券有限责任公司版权所有 © 2014 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。