



Research and
Development Center

国广东方的大格局

——华闻传媒（000793.SZ）深度分析第二季

2014 年 9 月 9 日

中小企业研究团队

单 丹 分析师

方光照 分析师

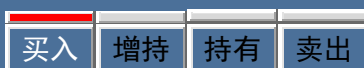
钟 惠 分析师

谢从军 分析师

证券研究报告

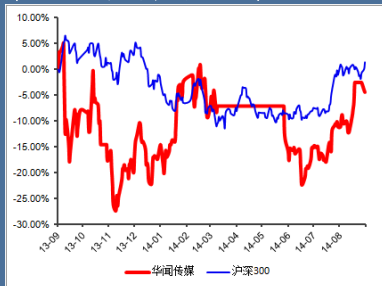
公司研究——跟踪报告

华闻传媒 (000793.SZ)



上次评级: 买入, 2014.9.1

华闻传媒相对沪深 300 表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据 (2014.9.5)

| | |
|---------------------|-------------|
| 收盘价 (元) | 13.49 |
| 52 周内股价 波动区间 (元) | 10.05-15.38 |
| 最近一月涨跌幅 (%) | 7.98 |
| 目前总股本 (亿股) | 18.42 |
| 流通 A 股比例 (%) | 73.78 |
| 总市值 (亿元) | 252.32 |

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编: 100031

中小企业研究团队

单丹 分析师

执业编号: S1500512060001
联系电话: +86 10 63081079
邮箱: shandan@cindasc.com

方光照 分析师

执业编号: S1500514070002
联系电话: +86 10 63081267
邮箱: fanguangzhao@cindasc.com

钟惠 分析师

执业编号: S1500514070001
联系电话: +86 10 63080934
邮箱: zhonghui@cindasc.com

谢从军 分析师

执业编号: S1500511120001
联系电话: +86 10 63081271
邮箱: xiecongjun@cindasc.com

相关研究

《华闻传媒 (000793) 深度分析第一
季: 纸媒的“破局”: 社区化整合与
内容整合》20140901

国广东方的大格局

跟踪报告

2014 年 9 月 9 日

本期内容提要:

- ◆ 8 月 18 日, 中央全面深化改革领导小组第四次会议上审议通过了《关于推动传统媒体和新兴媒体融合发展的指导意见》, 习近平强调要建成几家拥有强大实力和传播力、公信力、影响力的新型媒体集团, 我们认为公司是目前 A 股中, 国家级的、初具新型媒体集团雏形的上市公司之一。本篇是华闻传媒深度分析报告第二季, 主要分析华闻传媒旗下国广东方的互联网电视业务。
- ◆ 国广东方与华闻传媒。2006 年 11 月, 国广东方网络 (北京) 有限公司设立, 控股股东为国广环球传媒控股有限公司。2011 年 8 月, 华闻传媒通过关联交易获得国广东方 44.18% 股权。2014 年 7 月 8 日, 国广控股、华闻传媒和国广东方与拥有“优酷网”实际经营权和所有权的合一信息技术 (北京) 有限公司 (简称合一信息) 签署了《战略投资协议》, 合一信息向国广东方增资 5,000 万元, 持有国广东方 16.6667% 股权, 华闻传媒持股比例下降为 36.8171%, 国广控股持股比例下降为 46.5162%。华闻传媒是国广控股旗下唯一的上市平台, 我们认为, 国广控股将其余国广东方的股权注入上市公司的概率较大。
- ◆ OTT TV 的那些事。OTT 盒子经过近五年的发展, 行业格局不断演变, 互联网企业、运营商、持牌商、广电、山寨军团之间的竞争、合作、创新, 不断推动整个行业向前发展, 而 2014 年广电总局的一系列动作, 将重新洗牌, 暂时来看, 持牌商话语权显著提高, 迎来发展的春天。
- ◆ 国广东方守正出奇。从战略落实的角度, 电视大屏首先是家庭视频和游戏的重地, 公司确定的具体战略为 OTT TV 业务+TV Game 业务+OTT TV 海外业务。公司在互联网电视产业的布局, 包括视频 (含手机电视等多屏互动)、增值 (游戏、电商)、渠道 (运营商、华为)、智慧生活等四大板块。尽管家底并不丰厚, 但整个管理层开放心态、广结善缘、借船出海, 从而整合产业链资源谋取最大的发展。优酷土豆、Unity、华为、天脉等战略合作方的加入将为国广东方在 7 家持牌商中取得竞争优势奠定基础。
- ◆ 国广东方的价值。我们从两个角度估算国广东方的价值在 180 亿元, 华闻传媒持有其 37% 股份, 可分享近 70 亿元市值。
- ◆ 盈利预测与估值: 华闻传媒的盈利预测请参照《华闻传媒 (000793) 深度分析第一季: 纸媒的“破局”: 社区化整合与内容整合》, 按照增发收购完成后的总股本约 20.56 亿股计算, 我们预计 2014-2016 年, 公司原有业务 (主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣) 的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股; 漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股; 澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股; 新媒体业务 (主要包括国视通讯、掌视亿通、

精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股。我们对各子业务进行分部估值后判断公司价值的安全边际为 13.96 元，这其中不包括国广东方的市值估算。

- ◆ **股价催化剂：**收购资产提前释放业绩；各项业务的整合与业绩相互印证；资产注入；OTT TV 业务和手机视频业务顺利推进。
- ◆ **风险因素：**增发收购进程可能低于预期；公司的业务体系庞大，是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团，有待时间验证，具有不确定性；公司新收购各项业务业绩不达承诺。

公司报告首页财务数据（所有业务）

| 主要财务指标 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 5,500.85 | 6,315.87 | 7,085.94 |
| 同比（%） | | 14.82% | 12.19% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 1,172.30 | 1,372.55 | 1,565.49 |
| 同比（%） | | 17.08% | 14.06% |
| 毛利率（%） | 42.66% | 43.24% | 43.67% |
| 每股收益（元/股） | 0.57 | 0.67 | 0.76 |
| P/E | 24 | 20 | 18 |

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股价为 2014 年 9 月 5 日收盘价，按增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

目录

| | |
|-------------------------|----|
| 投资聚焦 | 1 |
| 第 1 集：国广东方与华闻传媒 | 3 |
| 国广东方为新媒体而生 | 3 |
| 部分股权注入华闻传媒 | 3 |
| 战略引入优酷土豆 | 3 |
| 股权注入未完待续 | 4 |
| 第 2 集：OTT TV 的那些年 | 4 |
| 山寨起 | 4 |
| 正规军出 | 4 |
| 政策 181 来了 | 5 |
| 炙手可热的 OTT | 5 |
| 盒战，风水转 | 6 |
| 变数，广电总局清理门户 | 7 |
| 第 3 集：国广东方守正出奇 | 8 |
| 华丽开局 | 8 |
| 核心战略 | 8 |
| OTT TV 业务 | 11 |
| TV Game 业务 | 12 |
| OTT TV 海外业务 | 12 |
| 第 4 集：国广东方的价值 | 14 |
| 整体盈利预测、评级及估值 | 15 |
| 风险因素 | 16 |

图目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 图 1：国广东方股权结构变化 | 4 |
| 图 2：智慧家庭模块 | 9 |
| 图 3：CIBN 的战略布局 | 9 |
| 图 4：CIBN 的 OTT TV 业务布局 | 11 |
| 图 5：CIBN 的 TV Game 业务布局 | 12 |
| 图 6：CIBN 的 OTT TV 海外业务布局 | 13 |
| 图 7：China TV 海外频道服务内容 | 13 |
| 图 8：China TV 自制频道语种译制能力 | 14 |

表目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 1：7 家持牌商 | 4 |
| 表 2：合纵连横 | 5 |
| 表 3：2013 年行业内部分投资事件 | 6 |
| 表 4：2013 年部分 OTT 终端销量统计 | 7 |
| 表 5：各业务分部估值简表 | 16 |

投资聚焦

核心观点/投资逻辑:

这是一篇有别于市场的华闻传媒深度报告，我们正以连续剧的方式为投资者讲述华闻传媒的故事。欢迎大家回顾第一季：纸媒的“破局”。

本篇是这部连续剧的第二季——国广东方的大格局，主要分析华闻传媒旗下国广东方的互联网电视业务。我们从华闻传媒与国广东方的渊源讲起，分析了战略引入优酷土豆的背景；我们从五年前的山寨盒子讲起，详述了 OTT 盒子近五年的发展历程；我们从国广东方的战略格局讲起，分析了公司在 7 家持牌商中的竞争优势；最后，我们从两个视角给出了国广东方的价值判断。

我们认为，国广东方在互联网电视产业的布局上思路清晰、结构相对完整，从国际台台长到国广东方董事长，管理层都具备开放心态，对于内容、资金、用户、渠道都很缺乏的牌照商，广电总局的严打或许为其提供了强有力的话语权，但如果仅仅仗着牌照不去踏踏实实谋发展，话语权也许很快就会丧失，从而错过最好的发展时机，国广东方的开放心态有利于其整合产业链资源，基于公司国际台的背景、发展 OTT 海外业务的天然优势、目前已经实现的产业链整合成果，我们看好国广东方在 7 家牌照商中的竞争能力，但是，国广东方到底值多少钱呢？

我们可以从两个视角来探讨国广东方的价值：

第一个角度：优酷土豆用多少钱换了国广东方 1/6 的股权？答案是至少 30 亿。优酷土豆的全部内容和全网 CDN 免费提供给 CIBN 使用，这个价值至少有 30 亿，优酷土豆的市值目前是 250 亿元，我们认为这个估算并不过分，如果优酷土豆因为看重 CIBN 的价值，愿意拿价值 30 亿的东西换其 1/6 的股权，是不是意味着优酷土豆判断国广东方应当价值 180 亿元市值？

第二个角度：国广东方预计到 2016 年底实现 3000 万付费用户，对标美国视频流媒体服务商 Netflix，美国 Netflix 收费为 96 美元/月，截至 2013 年底，Netflix 的总用户数达 3342 万，付费用户达 3171 万，假设 1 个海外用户的价值等于 10 个国内用户的价值，Netflix 目前市值为 286 亿美元（9 月 3 日），简单粗暴估算，国广东方市值在 180 亿元左右。

华闻传媒持有其 37% 股份，可分享近 70 亿元市值。而对于华闻传媒来讲，除了增厚市值以外，更重要的是新旧媒体形式与内容整合的意义。本次收购完成后，华闻传媒在原有都市报、杂志、门户网站、财经报、财经网站、电视台的媒体资源上，又增加了户外广告屏、手机电视等新媒体形式，而国广东方在 OTT 领域的发展将帮助华闻传媒打通电视大屏，从而最终实现内容在多种媒体形式上的整合，打通多屏互动，实现用户整合，完成新旧媒体的融合发展。

盈利预测、评级与估值:

华闻传媒的盈利预测请参照《华闻传媒（000793）深度分析第一季：纸媒的“破局”：社区化整合与内容整合》，按照增发收

购完成后的总股本约 20.56 亿股计算，我们预计 2014-2016 年，公司原有业务（主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股；漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股；澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股；新媒体业务（主要包括国视通讯、掌视亿通、精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股。我们对各子业务进行分部估值后判断公司价值安全边际为 13.96 元，这其中不包括国广东方的市值估算。

各业务分部估值简表

| 业务板块 | 2015 年摊薄 EPS (元) | 给予 2015 年 PE (倍) | 分部估值结果 (元/股) |
|-----------|------------------|------------------|--------------|
| 纸媒及其转型业务 | 0.27 | 20 | 5.39 |
| 燃气业务 | 0.01 | 18 | 0.22 |
| 国广光荣 | 0.04 | 30 | 1.24 |
| 其他业务 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.15 | 10 | 1.49 |
| 漫友文化 | 0.01 | 25 | 0.36 |
| 澄怀科技 | 0.04 | 30 | 1.28 |
| 国视通讯 | 0.01 | 30 | 0.43 |
| 掌视亿通 | 0.06 | 30 | 1.87 |
| 精视文化 | 0.02 | 27 | 0.62 |
| 邦富软件 | 0.03 | 30 | 1.05 |
| 合计 | 0.67 | 21 | 13.96 |

资料来源：信达证券研发中心预测

风险因素：增发收购进程可能低于预期；公司的业务体系庞大，是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团，有待时间验证，具有不确定性；公司新收购各项业务业绩不达承诺。

第 1 集：国广东方与华闻传媒

国广东方为新媒体而生

2006 年 11 月，国广东方网络（北京）有限公司设立，控股股东为国广环球传媒控股有限公司。国广东方一出生便被定位为“新媒体服务运营商”，负责中国国际广播电视网络台（CIBN）下基于网络的 TV 和 PC 终端所有新媒体业务及相应集成播控平台的建设和运营、移动端的 CMMB 业务等。其中，最为核心的业务为 CIBN 互联网电视平台的建设及运营。

国广环球传媒控股有限公司何许人也？华闻传媒的实际控制人，隶属中国国际广播电台，简称国广控股。

部分股权注入华闻传媒

2011 年 8 月，华闻传媒通过关联交易获得国广东方 44.18% 股权。具体情况是，华闻传媒与国广控股、北京东方汉华文化传播有限公司（简称东方汉华，国广控股的控股子公司）签署《增资协议》，华闻传媒与国广控股共同以现金方式对国广东方增资 9,240 万元，增资完成后，国广东方确认的净资产为 16,240 万元。其中，华闻传媒增资 7,175 万元，持股 44.18%；国广控股增资 2,065 万元，持股 51.08%；东方汉华不增资，持股 4.74%。

就这样，国广东方的部分股权注入到上市公司平台，而这件事情发生的背景是 2011 年 5 月至 2012 年 5 月的一年间，华闻传媒的实际控制人由华闻控股一步步变更为国广控股，这次资产注入也算是兑现当初大股东变更时的承诺。

战略引入优酷土豆

2014 年 7 月 8 日，国广控股、华闻传媒和国广东方与拥有“优酷网”实际经营权和所有权的合一信息技术（北京）有限公司（简称合一信息）签署了《战略投资协议》，合一信息向国广东方增资 5,000 万元，持有国广东方 16.6667% 股权，华闻传媒持股比例下降为 36.8171%，国广控股持股比例下降为 46.5162%。本次增资完成后，国广东方确认的净资产为 30,000 万元。

优酷土豆成为三股东之前，还发生了两件事，为了情节的完整性，我们简单交代一下：一是国广控股把东方汉华持有的国广东方 4.74% 股权收回了；二是华闻传媒和国广东方在维持股权比例不变的情况下，对国广东方共同增资了 2,000 万元。

战略引入优酷土豆这件事，有其背景和重要意义。

彼时，互联网电视的争夺战已经打得如火如荼，乐视、华数、百视通取得先发优势，数不清的山寨盒子风生水起，据不完全统计，2013 年 OTT 盒子出货量达千万，这是其一；其二，广电总局从 6 月起频繁出手整顿互联网电视行业，小米、华数、百视通、乐视等企业先后被点名，7 家牌照商全部被勒令整改，非持牌企业另谋出路几成定局。

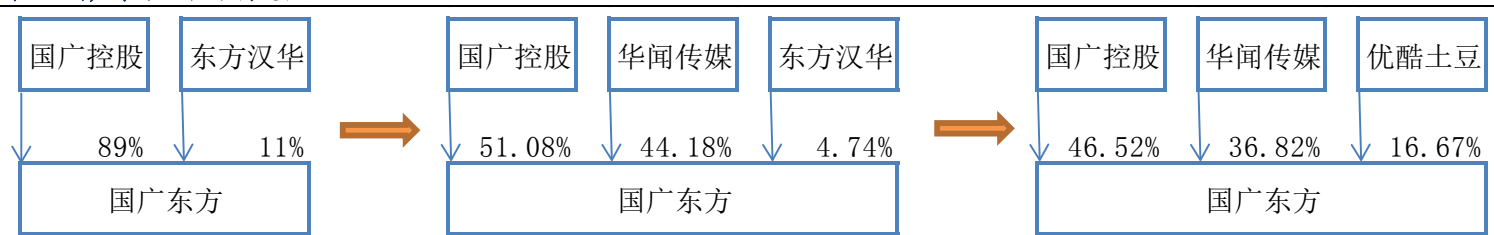
对于内容上有短板的国广东方和缺少牌照的优酷土豆而言，强强联合成为一件自然而美好的事情，这意味着，互联网电视行

业多了一个强有力的竞争者。而此时的国广东方，除了为几家终端厂商背书以外，还没有推出自己的终端，可谓轻装上阵。

股权注入未完待续

华闻传媒是国广控股旗下唯一的上市平台，我们认为，国广控股将其余国广东方的股权注入上市公司的概率较大。

图 1：国广东方股权结构变化



资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

第 2 集：OTT TV 的那些年

山寨起

2010 年，随着家庭宽带及 WiFi 的普及，深圳一批企业开始生产具备联网功能的硬盘播放器，最早基于 Linux 系统，之后随着谷歌发布了基于试用于平板、大屏幕性能的 Android4.0 版本，金亚太、美如画、迈乐、杰科、海美迪等厂商开始进入拥有 4 亿家庭市场的互联网机顶盒领域。从这些并不为我们熟知的牌子可以看出，OTT 盒子市场最早是由山寨企业带动起来的，并且直到今天，他们也一直把持着绝大部分市场份额。

正规军出

2010 年至 2011 年，7 家互联网电视平台先后通过广电总局验收，他们分别是 CNTV（央视）、百视通、南方传媒、华数、CIBN（国广）、湖南广电和 CNBN（央广），也就是我们所说的 7 家集成播控持牌商，广电总局认可的“正规军”。

表 1：7 家持牌商

| 牌照商 | 验收时间 | 集成平台播出呼号 | 内容平台播出呼号 | 运营主体 |
|------|------------|----------|----------------|----------------|
| 央视国际 | 2010 年 6 月 | 中国互联网电视 | 中国网络电视台——互联网电视 | 未来电视有限公司 |
| 百视通 | 2010 年 7 月 | BBTV 网视通 | 东方网络电视 | 百视通新媒体股份有限公司 |
| 杭州华数 | 2010 年 8 月 | 华夏互联网电视 | 华数互联网电视 | 华数传媒网络有限公司 |
| 南方传媒 | 2011 年 3 月 | 互联八方 | 云视听 | 广东南广影视互动技术有限公司 |

| | | | | |
|----------|-------------|-----------|------------|-------------------|
| 湖南电视台 | 2011 年 5 月 | 和丰互联网电视 | 芒果 TV | 快乐阳光互动娱乐传媒有限公司 |
| 中国国际广播电台 | 2011 年 6 月 | 环球网视 | CIBN 互联网电视 | 国广东方网络（北京）公司 |
| 中央人民广播电台 | 2011 年 11 月 | 中央银河互联网电视 | 央广 TV | 央广新媒体文化传媒（北京）有限公司 |

资料来源：信达证券研发中心整理

政策 181 来了

2011 年 10 月，为规范国内 OTT 盒子市场发展，广电总局下发《持有互联网电视牌照机构运营管理要求》（即 181 号文），将互联网电视机顶盒纳入管理范围。181 号文对互联网电视的集成、内容、运营、终端产品都做了严格规定，但由于主客观方面的原因，包括广电总局的执行力问题，以及 OTT 盒子尚未形成气候等，181 号文在颁布后的两年多时间里执行情况并不理想，许多企业打着“擦边球”发展壮大。2011 年，并不属于 OTT 盒子，那一年的焦点是各大家电厂商的互联网智能电视一体机，然而，随着 7 家持牌商先后通过广电总局验收，以及乐视、小米等布局良久，各路豪杰早已蠢蠢欲动。

炙手可热的 OTT

2012 年，OTT TV 可谓炙手可热，持牌商、运营商、互联网公司几大阵营纷纷亮出自己的 OTT 发展招数，持牌商忙着找合作伙伴整合上下游资源；互联网公司忙着找靠山规避政策封杀；运营商忙着搞 OTT+，电信运营商+IPTV、广电运营商+DVB。一切都蓄势待发。内容商略显被动，主要是视频网站的内容以 APP 形态在电视机上呈现。181 号文的界线不断被暗流突破，产业呈现出一种异样的繁盛。

表 2：合纵连横

| 牌照商/企业 | 盒子 | 发布时间 | 运营主体 | 合资公司 | 合作伙伴 | 运营商 |
|----------|----------|-------------|----------------|----------------|------------------------------|----------------|
| 央视国际 | 易视宝 | 2012 年 3 月 | 未来电视有限公司 | 未来电视有限公司 | 乐视、华录、小米、PPTV、360、腾讯 | 济南、河北、安徽、河南广电 |
| 百视通 | 百视通小红 | 2012 年 6 月 | 百视通新媒体股份有限公司 | 视云网络科技有限公司 | 联想；注资风行在线 3000 万美金；国广东方、华谊兄弟 | 贵州电信、江苏移动、印尼电信 |
| 杭州华数 | 华数彩虹 BOX | 2012 年 11 月 | 华数传媒网络有限公司 | 华数视联 | PPTV、百度、TCL、海信、长虹、盛大网络、投资电影 | 山西联通、山东电信 |
| 南方传媒 | | | 广东南广影视互动技术有限公司 | 广东南广影视互动技术有限公司 | 优朋普乐、创维、海尔、 | 广东联通、辽宁电信 |
| 湖南电视台 | 畅流 | 2012 年 5 月 | 快乐阳光互动娱乐传媒有限公司 | | 三星电子 | |
| 中国国际广播电台 | | | 国广东方网络（北京）公司 | | 百视通 | 福建联通 |

| | | | | |
|----------|-----------------------|-----------------|---------|-----------|
| 中央人民广播电台 | 央广新媒体文化传媒 (北京)有限公司 | 银河互联网电视有限 公司 | 江苏台、爱奇艺 | 天津联通、山西电信 |
| 小米 | 小米盒子 | 2012年11月 | | |
| 乐视 | 乐视 C1 | 2012年12月 | | 湖北联通 |

资料来源：信达证券研发中心整理

不难看出，这一年，第一批拿到牌照的三家：CNTV（央视）、百视通、华数布局较完整，寻找了大量的合作伙伴，成立合资公司，推出自己的盒子终端，并与运营商合作，尤其是百视通和华数，还在内容上进行了投资，且获得广电总局的终端编号。

南方传媒一直与优朋普乐深度合作，但相对低调动作不大，后来者 CNBN（央广）步子很快，CIBN（国广）和芒果 TV 则暂时落后。然而，这一场七国之争，远未到分胜负的时候，连淘汰赛都不算，可能会在很长一段时间内处于割据状态，更何况还有诸多互联网企业搅局。

年底发生了一件大事，小米盒子挨打。11月14日，已经营销很久的小米盒子推出 600 台工程机，结果在广电总局的干涉下，11月23日晚小米盒子停止更新，整整闭关了 2 个月。这件事情教育准备大干 OTT TV 业务的互联网企业，找到持牌商背书是很重要的。

盒战，风水转

2013 年，广电总局政策雷声大雨点小，这一年不再属于持牌商，除了百视通，其余 6 家都放缓了步伐。反观体制外企业，一家比一家大手笔，BAT 亦逐鹿其中，行业瞬间演变为一场高富帅的游戏。虽然大家还没有成熟的盈利模式，但抢占客厅大屏流量入口却是共同的方向，这场盒战中，最先杀出一条血路来的无疑是乐视网，“平台+内容+终端+应用”的乐视生态让大家想想也是醉了。

表 3：2013 年行业内部分投资事件

| 公司 | 时间 | 事件 |
|------|-------------|--|
| 腾讯 | 2013 年 4 月 | 投资做聚合类起家的深圳市泰捷软件 |
| 百度 | 2013 年 5 月 | 3.7 亿美元现金收购 PPS 视频业务，并将其与百度旗下视频网站爱奇艺合并 |
| 三星电子 | 2013 年 7 月 | 收购美国机顶盒设备厂商 Boxee 公司，价格约为 3000 万美元 |
| 百视通 | 2013 年 9 月 | 与微软共同出资 7900 万美元组建合资公司-上海百家合信息技术发展有限公司，双方将在新一代家庭游戏娱乐技术、终端、内容、服务等领域展开全面合作 |
| 苏宁 | 2013 年 10 月 | 2.5 亿美元投资 PPTV，占 PPTV 公司 44% 股份，成为第一大股东 |
| 阿里巴巴 | 2013 年 11 月 | 豪掷亿金免费赠送 100 万台天猫魔盒 |

资料来源：信达证券研发中心整理

2013 年，非官方数据显示，OTT 盒子出货量超 1000 万，而 2012 年为 380 万，业内预测 2014 年出货量将达到 3000 万。在上千万的销量里面，获得广电总局终端编号的少之又少，其中出货量最大的是百视通，从 2012 年 6 月推出“小红”以来，到 2013 年底累计销售 100 万台终端。虽然不能找到广电总局背书，有持牌商背书也是不错的，比如乐视、小米、阿里，就算什么背书都没有，也不妨碍广大山寨品牌以星火燎原之势吹向万千家庭。

表 4：2013 年部分 OTT 终端销量统计

| 盒子 | 发布时间 | CPU | 公司 | OTT 终端销量 (TV+盒子) |
|------------|------|-----------|------|------------------------|
| 乐视 C1S | 3 月 | 双核 1.5GHZ | 乐视 | 120 万 (其中盒子 90 万) |
| 华数彩虹 BOX | 3 月 | 单核 1GHZ | 百视通 | 累计 100 万 |
| 芒果派 M210 | 4 月 | 单核 | 小米 | 100 万 |
| Tpmini 大眼睛 | 4 月 | 双核 1.6GHZ | 阿里华数 | 100 万以上 |
| PPBOX | 5 月 | 单核 1GHZ | 海美迪 | |
| 华数阿里彩虹 BOX | 7 月 | 双核 1.5GHZ | 英菲克 | |
| 小米盒子 2 代 | 9 月 | 双核 1.5GHZ | 天敏 | 淘宝、京东销量排名前十品牌，具体销量难以统计 |
| 同洲飞看 | 9 月 | 双核 1.5GHZ | 开博尔 | |
| 快播小方 | 9 月 | 四核 1.8GHZ | 迈乐 | |
| 创维爱奇艺 i71 | 10 月 | 双核 1.5GHZ | 华为 | |

资料来源：信达证券研发中心整理

不断追求极致价格和极致体验，并不能决定这场盒战的胜负，这是互联网企业心中的痛，因为，变数即将到来。

变数，广电总局清理门户

2014 年，相信大家都很清楚的记得最近三个月发生的事，广电总局是如何吊打出头鸟的。6 月中旬，广电总局发函关闭互联网电视盒子视频客户端，点名批评杭州华数和上海百视通；7 月 4 日，广电总局表示集成播控牌照将停止发放，内容服务牌照允许省级广电机构正常申请；7 月 11 日、15 日，广电总局分别约谈中央三大台（央视、国广、央广）和地方四台（浙江、上海、湖南、广东）领导，严厉整顿互联网电视，就市场存在的问题提出明确整改要求，一周后核查整改情况；7 月 22 日，广电总局网络司给各省广电网络管理处下发文件，要求针对本地的互联网电视违规整改情况进行协助核查。整个七月，风声鹤唳。不久，乐视盒子暂停销售；不久，天猫魔盒通知消费者将强制升级，升级后一大波客户端将被关闭；不久（8 月 29 日），百视通牌照旗下的所有设备，包括长虹、TCL、康佳等电视厂商以及美如画、海美迪等盒子厂商关闭所有互联网应用，还首次明确互联网投影仪等设备将全面下架所有能连接互联网的应用。

就这样，广电总局打着净网、内容管控的旗帜，颠覆了互联网的颠覆，这场盒战，继续洗牌，让子弹再飞一会。

让人眼前一亮的是，两位大手笔搅局者出现了，虽然他们此前也在牌局里，但之前他们还在一边凉快。CIBN 和芒果 TV，8 月 4 日、6 日分别开了个会，携一众有分量的小伙伴加入群殴。

持牌商的春天似乎又要来了。

第 3 集：国广东方守正出奇

华丽开局

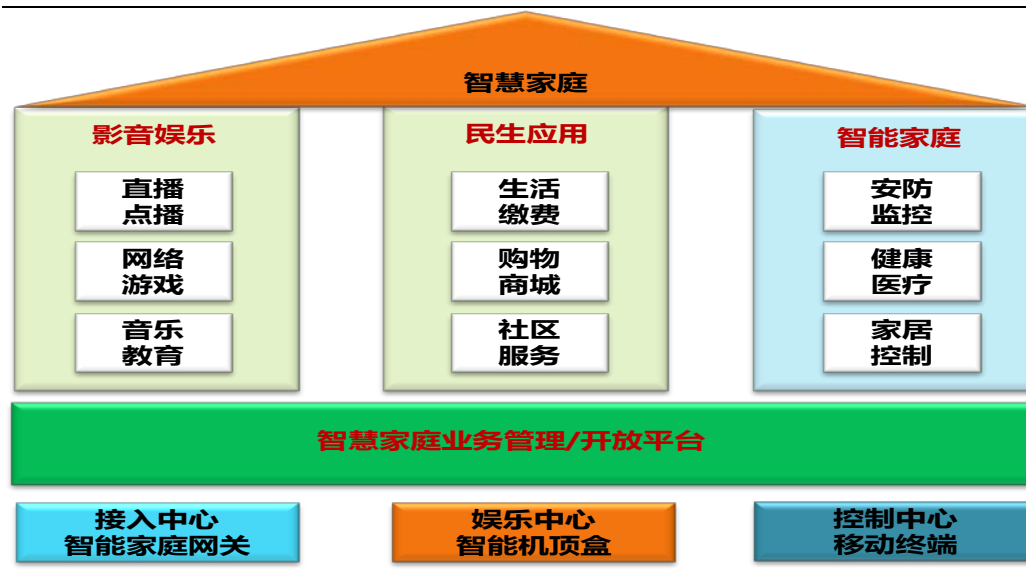
8 月 4 日，国际广播电台、中移动、甘肃台和华闻传媒共同举办的 4G 时代广电媒体发展论坛上，国广东方依托互联网电视的智慧生活战略布局浮出水面，公司当天分别与优酷土豆、Unity、华为、天脉科技、东方嘉禾、网桥文化、顺扬科技（台湾）、Krc（台湾）、miiiCasa（台湾）等公司签约，从而分别获得了视频内容及 CDN、游戏、互联网电视技术和云平台支撑、海外推广渠道和方案。

在此之前，国广东方的家底并不丰厚，和另外 6 家持牌商相比，也没有显著优势，但是我们认为，虽然 7 家都有牌照，并不代表 7 家都能用好，而国广东方一系列借船出海的动作让我们看到，它很想把手中的这张牌照用好。当它的小伙伴亮相时，我们已经可以判断，国广东方不只有用好牌照的意愿，也具备了用好牌照的初步能力，优酷土豆、Unity 的加入，使得公司在视频和游戏内容上已经甩开部分持牌商好几条街了，华为和天脉科技的技术和平台支持也不容小觑，而最大的优势在于海外市场的布局，这是公司背靠国际台得天独厚的优势，公司也将借助华为的海外渠道、东方嘉禾以及几家台湾合作伙伴的资源共同开拓海外 OTT 市场。

核心战略

公司管理层对电视大屏有很清晰的定位，对一个家庭来说，电视大屏不仅是视听游戏娱乐中心，还有可能承担智能生活控制中心的职能，和 PC 屏、手机屏结合起来，可以达到良好的交互和操控。尽管，真正的智慧家庭距离我们还有一段很长的路，但是公司确定这样的战略高度，已经将很多只做视频盒子的企业甩开了。公司带头成立智慧家庭娱乐联盟（TEA），就是对这一战略的实践。

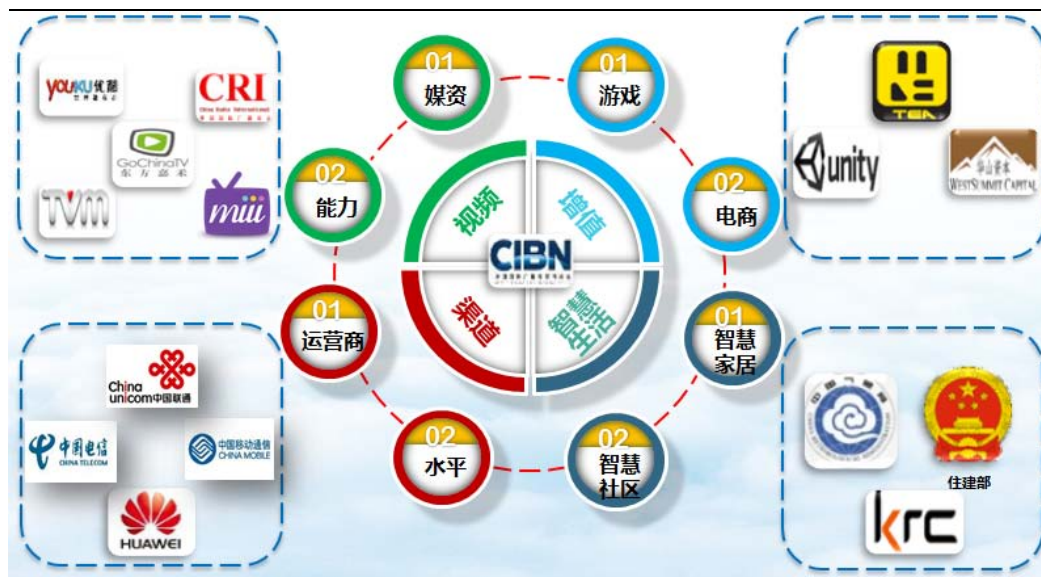
图 2: 智慧家庭模块



资料来源: 信达证券研发中心整理

从战略落实的角度, 电视大屏首先是家庭视频和游戏的重地, 公司确定的具体战略为 **OTT TV 业务+TV Game 业务+OTT TV 海外业务**。公司在互联网电视产业的布局, 包括视频 (含手机电视等多屏互动)、增值 (游戏、电商)、渠道 (运营商、华为)、智慧生活等四大板块。

图 3: CIBN 的战略布局



资料来源：信达证券研发中心整理

视频：终端方面，公司 8 月初发布了自有品牌盒子“中华云盒”原型机，8 月中与康佳和优土合作推出易 TV slim 超轻薄电视，预计后续还会继续联手家电企业等推出联合品牌的盒子和互联网电视终端，开放心态、广结善缘、借船出海是公司管理层的业务拓展思路；内容方面，目前除了自建，更主要的是可以免费使用股东方优酷土豆的全部内容。有了优酷土豆的支持，CIBN 在视频方面与其余 6 家持牌商比，我们认为只在芒果 TV 之下，不输其余 5 家，尽管百视通和华数一度在终端数量上领先，但是广电总局严打导致目前的停滞格局使得这两家的终端优势不再明显，反倒是给了 CIBN 和芒果 TV 借机赶上的时间。

游戏：终端方面，公司已经开发出一款游戏盒子，预计将于今年 4 季度面世；内容方面，主要来自战略合作伙伴 Unity，今后公司收购的漫友文化也将成为支持其动漫游戏开发的一个重要内容资源，此外，公司带头成立的智慧家庭娱乐联盟（TEA）目前正在努力联合合作伙伴做产品，并且是从芯片底部做起，TEA 的定位是不碰专业游戏主机，传统游戏主机是面对专业游戏玩家，价格动辄数千元，并不适合大众消费者，国广东方发起设立 TEA 希望用最好的产品、最适合的内容，满足 80% 家庭用户的需求。国广东方和百视通是 7 家持牌商中在家庭游戏领域走在前面的两家，只是定位不同，国广东方定位中端人群，老百姓都消费得起，用户群体更加广泛，百视通携手微软推 Xbox One 汉化国行版，价格高大上、定位中高端，用户群体相对小众，同样的，百视通也有一个强大的家庭游戏产业联盟，包括完美世界、巨人网络、久游等在内。

电商：公司在大屏电商领域已初步完成布局，但比起视频和游戏，公司在电商方面尚未有大的动作。7 家持牌商中，天然有优势的是背靠阿里的华数，已经尝试通过天猫魔盒开辟 TV 电商市场，此外，与南方传媒深度合作的优朋普乐在电商领域布局相当积极，8 月 21 日优朋普乐和南方传媒宣布选择少儿自制节目作为 TV 电商布局切入点，联合“台湾 MOMO 亲子台”少儿节

目制作团队，打造“Tomo 明天计划”，TV 电商具有家庭属性，从孩子入手应该说是个很好的切入点。我们判断，芒果 TV 凭借其强大的综艺和影视剧内容优势，在电商领域可能后来居上，因为基于综艺、影视剧内容的智能关联推荐天然蕴含商机。

OTT TV 业务

上层架构：优土+CIBN+天脉。优土免费向 CIBN 提供其拥有的全部视频内容和 CDN，并且会有大量的用户转化支持。天脉聚源是国内最专业的大数据可视化整体解决方案及服务提供商，它在 CCTV5 巴西世界杯融合传播的历史性突破中提供了独家强大的技术支撑，综合利用了云计算技术、大数据技术、移动互联网技术、社交网络，打造了“电视发起、云端承载、双屏连接、双向互动、全时伴随”的传统媒体和新兴媒体融合传播新生态。CIBN 分别和他们成立了合资公司，环球合一和东方天脉。

图 4：CIBN 的 OTT TV 业务布局



资料来源：信达证券研发中心整理

渠道架构：电信运营商+广电运营商+公众市场。渠道上，虽然公司布局了三条线，不放过任何一个可以拓展的市场，但是，从发展重心来看，通过电信运营商铺货是最快捷有效的方式。正如中移动错失 IPTV 市场一样，当 IPTV 发展得如火如荼时，CIBN 也在一边凉快，这一次联手发展 OTT，真可谓一场同仇敌忾的战役，而百视通、华数和电信就不同了，作为 IPTV 的大赢家，革自己的命还是下不了手，所以既要发展 OTT，也不能太伤了 IPTV。据我们了解，CIBN 在中移动、中联通、中电信、中铁通四家电信运营商的 OTT 盒子招标中均排名第一，但目前由于广电总局管控，暂时放慢了推进节奏。此外，与广电运营商合作的 DVB+OTT 以及在公众市场的线上线下销售渠道，也将同步推进。

TV Game 业务

Unity（优美缔）总部位于旧金山，在加拿大、中国、哥伦比亚、丹麦、芬兰、德国、日本、韩国、立陶宛、新加坡、瑞典、乌克兰和英国都设有分支机构。作为世界最顶级引擎之一的 Unity 引擎于 2012 年进入中国，成立了优美缔（上海）有限公司，经过两年时间的发展，Unity 中国分公司已经发展成为具有软件研发、技术支持、产品销售、教育培训、游戏发布平台等多个部门的综合化公司，并且先后获得红杉资本（美国）和华山资本的投资。本次 Unity 与华山资本成立游戏产业投资基金，CIBN 向其投资 5000 万元，成为该基金的基石投资人。2014 年 7 月 29 日，智慧家庭娱乐联盟（TEA）正式成立，国广东方邀请全球顶级游戏引擎开发商 Unity、全球顶级硬件企业华为为公司和华人第一视频门户优酷土豆集团成为联盟主发起单位，此外，首批加入联盟的成员还包括安谋咨询、乐视、康佳、成都三零凯天、东方嘉禾、三贝德、中广视讯、深圳泰捷、晶晨半导体以及英伟达等十家企业。

图 5：CIBN 的 TV Game 业务布局



资料来源：信达证券研发中心整理

游戏布局上，三管齐下：1）公司和 Unity、华山资本共同成立游戏产业基金，可基于 Unity 的强大数据库进行分析从而提前发掘优质游戏内容并进行投资；2）可结合拟收购的漫友文化参与开发动漫游戏；3）联合 TEA 的其他成员共同开发适合大众消费者的游戏产品。

OTT TV 海外业务

海外传播是国际台的责任和使命，背靠国际台，CIBN 立足“中国立场、世界眼光、人类胸怀”，将针对海外市场成立独立机构，在国内做平台、海外做渠道。

MiiCasa、Krc 和顺扬科技都是台湾企业，是 CIBN 的 OTT 盒子在台湾落地的合作方，东方嘉禾和华为技术主要为 CIBN 在海外的拓展提供技术和渠道支持。

图 6: CIBN 的 OTT TV 海外业务布局



资料来源：信达证券研发中心整理

一方面，面对全球海外华人用户，全球一盘棋，打造 hosting 中心，形成内容-制作-传输-分发网络，预计公司将在今年 4 季度推出 China TV 自主硬件，联合优土、华为进行线上销售；另一方面，针对当地主流人群，将中国的内容翻译成本地语言，优先覆盖英、法、西班牙、阿拉伯等语言，泰语也在做，CRI 具有 65 种语言的译制能力将是 CIBN 的巨大优势。TV 端、移动端同时覆盖，视频优先，同时也会将中国的游戏、音乐等娱乐产品输出到海外。

商业化方面，目前公司已经开始在台湾、泰国、土耳其成立分公司进行本土化运作。中东阿拉伯语地区和东南亚是目前的拓展重点，预计将在今年底实现正式收费，中东地区的收费为 40 美元/月，泰国为 50 元/月；公司已经与北美 Cloudmedia 公司合作，覆盖了 50 万 IPTV 用户；此外，国广东方授权的 OTT 视频业务将在台湾 2000 家酒店落地，已经开始收费，同期覆盖 100 个社区也在进行规划。海外用户付费能力显著高于国内用户，这将是 CIBN 的巨大市场机会。

图 7: China TV 海外频道服务内容



资料来源：信达证券研发中心整理

图 8: China TV 自制频道语种译制能力

| 频道 | 语种 | | | | | | |
|-----|------|----|------|------|-----|------|-----|
| | 阿拉伯语 | 法语 | 西班牙语 | 葡萄牙语 | 豪萨语 | 斯瓦希里 | 缅甸语 |
| 电影 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ |
| 电视剧 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ |
| 纪录片 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ |
| 动漫 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ |
| 旅游 | √ | √ | √ | √ | √ | √ | √ |
| 综艺 | √ | √ | √ | √ | | | |
| 真人秀 | √ | √ | √ | √ | | | |
| 生活 | √ | √ | √ | √ | | | |
| 亲子 | √ | √ | √ | √ | | | |
| 书画 | √ | √ | √ | √ | | | |

资料来源：信达证券研发中心整理

第 4 集：国广东方的价值

我们认为，国广东方在互联网电视产业的布局上思路清晰、结构相对完整，从国际台台长到国广东方董事长，管理层都具备开放心态，对于内容、资金、用户、渠道都很缺乏的牌照商，广电总局的严打或许为其提供了强有力的话语权，但如果仅依仗着牌照不去踏踏实实谋发展，话语权也许很快就会丧失，从而错过最好的发展时机，国广东方的开放心态有利于其整合产业链资源，基于公司国际台的背景、发展 OTT 海外业务的天然优势、目前已经实现的产业链整合成果，我们看好国广东方在

7 家牌照商中的竞争能力，但是，国广东方到底值多少钱呢？

我们也很难回答国广东方到底值多少钱，但是，我们可以从两个维度来探讨国广东方的价值：

第一个角度：优酷土豆用多少钱换了国广东方 1/6 的股权？答案是至少 30 亿。优酷土豆的全部内容和全网 CDN 免费提供给 CIBN 使用，这个价值至少有 30 亿，优酷土豆的市值目前是 250 亿元，我们认为这个估算并不过分，如果优酷土豆因为看重 CIBN 的价值，愿意拿价值 30 亿的东西换其 1/6 的股权，是不是意味着优酷土豆判断国广东方应当价值 180 亿元市值？

第二个角度：国广东方预计到 2016 年底实现 3000 万付费用户，对标美国视频流媒体服务商 Netflix，美国 Netflix 收费为 96 美元/月，截至 2013 年底，Netflix 的总用户数达 3342 万，付费用户达 3171 万，假设 1 个海外用户的价值等于 10 个国内用户的价值，Netflix 目前市值为 286 亿美元（9 月 3 日），简单粗暴估算，国广东方市值在 180 亿元左右。

华闻传媒持有其 37% 股份，可分享近 70 亿元市值。而对于华闻传媒来讲，除了增厚市值以外，更重要的是新旧媒体形式与内容整合的意义。本次收购完成后，华闻传媒在原有都市报、杂志、门户网站、财经报、财经网站、电视台的媒体资源上，又增加了户外广告屏、手机电视等新媒体形式，而国广东方在 OTT 领域的发展将帮助华闻传媒打通电视大屏，从而最终实现内容在多种媒体形式上的整合，打通多屏互动，实现用户整合，完成新旧媒体的融合发展。

整体盈利预测、评级及估值

华闻传媒的盈利预测请参照《华闻传媒（000793）深度分析第一季：纸媒的“破局”：社区化整合与内容整合》，按照增发收购完成后的总股本约 20.56 亿股计算，我们预计 2014-2016 年，公司原有业务（主要包括华商传媒、时报传媒、民生燃气、国广光荣）的摊薄 EPS 分别为 0.43、0.48、0.52 元/股；漫友文化并表将增厚 EPS 分别为 0.01、0.01、0.02 元/股；澄怀科技的摊薄 EPS 分别为 0.03、0.04、0.04 元/股；新媒体业务（主要包括国视通讯、掌视亿通、精视文化、邦富软件）并表将增厚 EPS 分别为 0.10、0.13、0.18 元/股。综上，华闻传媒 2014-2016 年摊薄 EPS 保守估计分别为 0.57、0.67、0.76 元/股。我们对各子业务进行分部估值后判断公司价值安全边际为 13.96 元，这其中不包括国广东方的市值估算。

表 5: 各业务分部估值简表

| 业务板块 | 2015 年摊薄 EPS (元) | 给予 2015 年 PE (倍) | 分部估值结果 (元/股) |
|-----------|------------------|------------------|--------------|
| 纸媒及其转型业务 | 0.27 | 20 | 5.39 |
| 燃气业务 | 0.01 | 18 | 0.22 |
| 国广光荣 | 0.04 | 30 | 1.24 |
| 其他业务 | 0.00 | 0 | 0.00 |
| 投资收益 | 0.15 | 10 | 1.49 |
| 漫友文化 | 0.01 | 25 | 0.36 |
| 澄怀科技 | 0.04 | 30 | 1.28 |
| 国视通讯 | 0.01 | 30 | 0.43 |
| 掌视亿通 | 0.06 | 30 | 1.87 |
| 精视文化 | 0.02 | 27 | 0.62 |
| 邦富软件 | 0.03 | 30 | 1.05 |
| 合计 | 0.67 | 20 | 13.96 |

资料来源: 信达证券研发中心预测

风险因素

增发收购进程可能低于预期;

公司的业务体系庞大, 是否能够整合众多业务和资源并最终走向传媒集团, 有待时间验证, 具有不确定性;

公司新收购各项业务业绩不达承诺。

华闻传媒合并利润表（所有业务）

| 会计年度 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 5,500.85 | 6,315.87 | 7,085.94 |
| 营业成本 | 3,153.92 | 3,584.92 | 3,991.44 |
| 营业税金及附加 | 129.16 | 145.29 | 160.25 |
| 营业费用 | 679.66 | 762.12 | 836.65 |
| 管理费用 | 426.53 | 485.72 | 536.40 |
| 财务费用 | 12.71 | -46.10 | -62.69 |
| 资产减值损失 | 8.53 | 15.48 | 15.45 |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 373.27 | 368.29 | 386.03 |
| 营业利润 | 1,463.61 | 1,736.74 | 1,994.48 |
| 营业外收入 | 279.11 | 401.29 | 508.98 |
| 营业外支出 | 5.18 | 5.15 | 5.24 |
| 利润总额 | 1,503.07 | 1,777.46 | 2,036.18 |
| 所得税 | 255.72 | 314.54 | 364.70 |
| 净利润 | 1,247.35 | 1,462.92 | 1,671.48 |
| 少数股东损益 | 75.05 | 90.37 | 106.00 |
| 归属母公司净利润 | 1,172.30 | 1,372.55 | 1,565.49 |
| EPS（摊薄） | 0.57 | 0.67 | 0.76 |

资料来源：信达证券研发中心预测 注：股本按照本次增发完成后总股本 2,055,759,919 股计算

中小企业研究团队

谢从军，分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究 2 年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

单丹，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

王镁，分析师，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011 年加入信达证券。

杨腾，分析师，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

方光照，分析师，上海财经大学金融学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

钟惠，分析师，中国人民大会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业和中小企业研究。

胡申，分析师，北京林业大学农林经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

王光兵，研究助理，北京大学凝聚态物理硕士，2014 年 7 月加入信达证券研发中心，从事中小企业研究。

中小企业研究重点覆盖公司

| 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 | 公司简称 | 股票代码 |
|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|
| 中南传媒 | 601098 | 银河磁体 | 300127 | 利亚德 | 300296 | 大杨创世 | 600233 | 时代出版 | 600551 |
| 长江传媒 | 600757 | 银邦股份 | 300337 | 澳洋顺昌 | 002245 | 双塔食品 | 002481 | 新文化 | 300336 |
| 科大讯飞 | 002230 | 有研新材 | 600206 | 银河电子 | 002519 | 大冷股份 | 000530 | 苏州固得 | 002079 |
| 中青宝 | 300052 | 正海磁材 | 300224 | 三泰电子 | 002312 | 渤海轮渡 | 603167 | 苏大维格 | 300331 |
| 掌趣科技 | 300315 | 杰瑞股份 | 002353 | 初灵信息 | 300250 | 首旅酒店 | 600258 | 东方集团 | 600811 |
| 乐视网 | 300104 | 富瑞特装 | 300228 | 长电科技 | 600584 | 中国国旅 | 601888 | 精伦电子 | 600355 |

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 办公电话 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|---------------|-------------|-------------------------|
| 华北 | 袁泉 | 010-63081270 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张华 | 010-63081254 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华南 | 刘晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyaohua@cindasc.com |
| 国际 | 高放 | 010-63081256 | 13691257256 | gaofang@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-------------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入： 股价相对强于基准 20% 以上； | 看好： 行业指数超越基准； |
| | 增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%； | 中性： 行业指数与基准基本持平； |
| | 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； | 看淡： 行业指数弱于基准。 |
| | 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。