



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

文化传媒

旷实*

证券投资咨询业务证书编号: S1300513100001
(8610) 6622 9343
shi.kuang@bocichina.com

*杨艾莉为本报告重要贡献者

光线传媒调研纪要：内容+渠道全方位布局

事件：

光线传媒(300251.CH/人民币 18.56, 未有评级)近日举行投资者交流会，公司董事长王长田与投资者进行了交流。

【核心要点】

- 2015年上半年，公司业务未达到预期。营业收入增长但是利润有所下降。利润降低的原因在于：（1）部分电影票房未达到预期，且成本偏高；（2）财务支出的大幅增长。
- 下半年确定6部电影上映，预计年内票房达到35亿，完成全年50亿电影票房的目标。下半年预计开拍真人电影15部，动画片和动画剧15部，电视剧3部。
- 动画电影作为公司业务亮点，将大大降低系列电影的运作成本，其衍生品价值非常可观。目前正在投资动画电影超过30部，正在制作8部。动画电影方面已经投资或者接近完成投资的公司超过10个，到年底会完成近15个动画公司的投资。
- 目前公司已经投资和基本确定投资的公司达到38家，包括影视公司、新媒体公司、游戏公司、动漫公司和视频娱乐公司，覆盖内容产业链早中后期，在建立起内容联盟的同时，在渠道、新媒体、金融衍生品开发等内容服务周边进行辅助性投资，形成内容+渠道的生态体系。

【调研纪要】

一、光线传媒总裁王长田

1、上半年业绩回顾

- 2015年上半年，公司业务未达到预期。公司实现营业收入41,412.05万元，比上年同期增加37.57%；实现营业利润9,103.05万元，比上年同期降低22.65%；实现利润总额10,415.46万元，比上年同期降低13.28%；归属于母公司所有者的净利润为8,218.75万元，比上年同期降低19.78%。利润降低的原因在于，一是部分电影票房未达到预期，且成本偏高，二是财务支出的大幅增长。
- 在业务量方面，公司电影票房12.87亿元，为全年50亿票房目标打下基础。上半年进行的项目布局和投资布局，将为接下来半年的营业收入提供保证。

2、公司 2015 年下半年业务计划

(1) 下半年电影电视剧上映及制作计划

- 公司在从今年 9 月份开始到年末确定 6 部电影上映，预计 6 部电影总票房能达到 45 个亿，年内会超过 35 个亿，10 亿在明年。由于今年上半年的票房已经超过了 15 个亿，如果这六部电影的总票房可以达到 35 个亿，依然可以完成今年 50 亿的目标。

图表 1.2015 年下半年电影上映计划

上映时间	影片	主要演职人员	备注
9 月 25 日	港同	主演徐峥、赵薇	高品质喜剧
10 月 16 日	陪安东尼度过漫长岁月	导演秦小珍、监制周迅 主演刘畅等	根据畅销文学作品改编
10 月 30 日	我是证人	主演杨幂、鹿晗	当红演员出演
12 月 3 日	怦然星动	主演杨幂、李易峰	当红演员出演
12 月 18 日	鬼吹灯之寻龙诀	主演陈坤、舒淇、黄渤、杨颖、夏雨等	与万达、华谊合作
12 月 24 日	恶棍天使	导演邓超、俞白眉 主演邓超	高品质喜剧

资料来源：公司披露，中银国际研究

- 此外，今年年底预计开拍真人电影 15 部，加上动画片和动画剧一共 30 部。比如《美人鱼》、《从你的全世界路过》、《全民危机》、《谁的青春不迷茫》、《动画片秦时明月 2》、《龙之谷》、根据人气漫画改编的《暴走漫画》、以及科幻作品单体、日本作品《嫌疑人的现身》、国际影片《缉毒天使》等。从 IP 的影响力、主创能力来看，预计这些电影成功率较高。
- 年底还将开拍 3 部电视剧，其中《诛仙》、《左耳》已经收到了一线卫视的播出意向。

(2) 公司下半年投资方向

- 公司目前在真人电影、动画片储备 IP 超过 100 部，处在不同项目阶段的，例如编写剧本、寻找导演、演员、前期筹备等阶段的电影超过 60 部。
- 中等投资影片仍是投资主流，但由于市场环境的影响、主创的成本增加以及观众对影片制作要求提高等原因，会加大中大成本影片的数量。
- 电影细分上，会继续保持喜剧片和青春片的优势。同时，会扩展系列影片和国际影片这两种形态。

(3) 公司业务亮点：动画电影

- 目前正在投资动画电影超过 30 部，正在制作的有 8 部，其中包括 13 部动画大电影，13 部网络动画电影，将会对超过 10 个国外动画 IP 进行合资制作。
- 公司新开拓了网络动画电影，一是为了以后的院线动画大电影做前期铺垫，也是为了将来能够根据网络院线来定制内容。
- 动画片的价值不仅体现在票房，它的真正价值在于之后系列电影的运作成本会大大降低，而且游戏授权非常可观。比如说《查理九世》会拍成超过十部电影。衍生品预估在明后年会开始爆发，以前是儿童玩具，现在是青少年的衍生品。比如《大圣归来》的小猴子在一天内脱销，销售额达到 2,000 万元。
- 动画电影方面已经投资或者接近完成投资的公司超过 10 个，拥有中国最大的动画片的制作联盟。制作联盟主要通过投资来建立，到年底会完成近 15 个动画公司的投资。这些动画公司都是在各个动画的细分领域处于领先地位的公司。比如 2D 制作、3D 制作、IP 开发、版权引进、漫画原创等。

- 中国的动画片未来会替代美国和日本的动画片，会占据全球动画市场超过5%的份额。

- 动画电影未来预计会占整个电影市场 10-15%的份额，是现在的两到三倍。

(4) 青春电影 IP 布局

- 公司出资设立全资子公司霍尔果斯青春光线影业有限公司，主要负责与年轻人密切相关的影视 IP 研发、文学作品和漫画作品的推广、青春影视作品的制作和宣发、以及艺人的签约管理、尤其是新生艺人的签约管理等。
- 目前已经签下几十个作者，这些作者的一些作品已经和国内最好的出版社和出版公司建立了委托出版的关系。公司已经掌握了这些作品的 IP，实现了 IP 的前期介入。

(5) 对外投资覆盖内容产业链早中后期

- 目前公司已经投资和基本确定投资的公司达到 38 家，其中：

已经投资的公司 26 家，其中包括 8 家影视公司、6 家新媒体公司、4 家游戏公司、7 家动漫和 1 家视频娱乐公司。

基本确定投资公司 9 家，其中包括 4 家出版和版权公司、2 家影视公司、4 家动漫公司。

投资可能性大的公司有 3 家，影视、游戏和金融各一家。

- 2014 年投资的天神娱乐已经上市，可能成为游戏领导者；还有一部分公司在进行新一轮的融资，今年年底预计五六家公司将上新三板。通过这些投资项目，光线会获得资本回报并保持业务联系。

- 公司将有增大 360 网络院线股权的可能：光线传媒为平台提供影视娱乐内容，360 为平台提供用户资源、流量以及 CDN 加速等网络技术支持

根据过去电视团队的经验，公司开辟了电影发布会和电影活动的直播这种新的内容形式。最近几次直播的平均在线人数超过 100 万，弹幕数量单次超过 600 万。

平台目前正在测试，很多数字增长超过预期。因为很多项目正在开发，所以正式开通的时间延迟。

- 此外，国内公司还投资了 3 个基金。公司拟向上海华晟领势创业投资合伙企业投资 2.3 亿元；公司拟向经纬创腾创业投资合伙企业投资 5,000 万元。两个基金专注于 TMT 领域项目前期的投资，主要围绕公司所处的产业链进行产业布局。

- 投资公司覆盖内容产业链早中后期，在建立起内容联盟的同时，在渠道、新媒体、金融衍生品开发等内容服务周边进行辅助性投资，形成内容+渠道的生态体系。

图表 2. 光线传媒 2015 年上半年部分投资公司信息

公司类别	公司名称	股权占比(%)	备注
影视公司	明星影业(上海)有限公司(与七星娱乐合资成立)	50	公司专注于国际电影电视剧市场, 计划与林诣彬、雅克·贝汉等国际知名导演合作多部影片
影视公司	新丽传媒股份有限公司	27.64	公司出品《虎妈猫爸》、参与投资《煎饼侠》等知名影视作品, 目前已申报 IPO 上市
影视公司	霍尔果斯光威影业有限公司(投资设立)	75	主要负责《莽荒记》项目的开发, 已完成工商登记
影视公司	霍尔果斯青春文化传播有限公司(投资设立)	85	主要负责 IP 版权的开发、购买
影视公司	霍尔果斯光印影业有限公司	60	主要负责《查理九世》IP 项目的开发
影视公司	龙视传媒有限公司	25	专注于数字电视互动业务及平台的开发、建设、运营、管理和服务
影视公司	霍尔果斯十月文化传媒有限公司	20	主要负责《大圣归来》后续项目的研发
新媒体公司	北京七维视觉科技有限公司	40	从事实时三维虚拟技术的开发和应用, 以及手机游戏的自主研发, 是央视、新浪等的长期服务商
新媒体公司	杭州志合天作网络科技有限公司	8	专注于原创视频内容的弹幕视频社区
新媒体公司	北京先看网络科技有限公司	40	整合公司的优质电影版权资源以及奇虎 360 的影视视频播放平台和流量, 专注于优质影片的互联网新媒体发行, 已成为传统院线之外重要的电影点播渠道
新媒体公司	深圳市英威诺科技有限公司	13.60	桌面智能推荐新闻聚合平台
游戏公司	北京炫维时代科技有限公司	40	专注于手游开发
动画公司	广州易动文化传播有限公司	20	由行业知名的“包强”动画团队发起
动画公司	杭州玄机科技信息技术有限公司	5	旗下旗舰品牌为中国首部 3D 武侠动画系列剧《秦时明月》

资料来源: 公司公告、中银国际研究

3、光线传媒未来发展战略“内容+渠道”

(1) 内容

■ 内容培育方式

一是**内容联盟策略**。通过投资或项目合作跟中国开发方制作方合作。在内容联盟方面, 公司在整个行业里面数量最多广度最广。

二是在**内部培养制片人和项目经理**。每个人都能掌握公司从前期到后期的环节, 能够带领公司完成项目。如果每个人一年完成一个半项目的话, 一年就可以完成 20 个以上的项目。这种运作模式比较少见, 现在这方面有 8-10 个人才, 公司会提高他们业务水平, 同时也要引进人才, 以打造国内最大的内容创作的团队。

■ 内容创新

公司与爱奇艺合作创作了中国式的美剧, 即**盗墓笔记**, 该剧获得了中国电视剧单集播放最高的收益。公司未来会继续大力发展**超级季播剧**。

网络电影：长度不长，投资规模不大，但是元素完整，题材多样，制作成本少。关键要是**有IP**，一是为了在**网络上有收入**，二是为**院线电影做铺垫**。

IP 开发。主要依靠公司内部投资公司来完成，将围绕 IP 做布局，形成**新型 IP 开发、制作、发行、衍生品开发的模式**。

(2) 渠道：做中国的 Netflix

- Netflix 去年的定制美剧产片数居于全美国首位，是美国最大的内容公司。去年 Netflix 在内容上投入 50 亿美元，营销上投入 10 亿，今年收入会超过 60 亿美元，空间巨大。而光线传媒的优势也在于公司自身拥有优质的内容。目前合作伙伴会为公司提供流量支持，但是不排除引进新的投资者。

短期来看，预计**主营业务利润超过去年**，投资收益上今年会有大幅度的增长。下半年计划做推出 20 亿元公司债，强化对内容的投资以及投资新的和内容有关的公司。

二、问答环节

Q：公司如何面对电影成本上升、艺人成本上升的问题？

A：成本上升不可逆转的，美国六大电影公司的平均电影制作及宣发成本已经达到 2 亿。应对这个问题，我们需要制作高票房的影片。因为中国目前 IP 成本比例是低于国际市场的，所以一些热门 IP 还有上升的空间。因此辨别那些 IP 是有价值的就很重要。对此有两件事情要做，**第一是艺人**，以前艺人经纪不是我们的主要业务，现在要开始培养新人，尤其是要利用青春片的影响力，降低艺人的成本，增强对艺人掌控力。IP 方面，要切入到 IP 前期。公司目前规划投资了文学和漫画出版的公司，以在前期锁定 IP。公司内部也成立了青春光线，计划从前期开始研发 IP。

Q：公司为什么一开始领投《大圣归来》但是后来却退出了？

A：《大圣归来》，不管是我们还是十月，都没有把具体的背景和内幕披露。可以透露的是，光线放弃了短期的收益但取得了一个长期的价值。我们对十月公司未来项目的运作充满期待，也对项目很了解。

Q：《大鱼海棠》的内部运作状况如何？动画影片取得突破之后，下一步战略是什么？

A：这个项目在我们投资之前耽误了七八年的时间，但在我们进入之后推进得非常快。目前制作大部分已经完成，但是由于创作团队标准极高，一些后期的制作公司并不能按期完成某些工作，所以就会延期或者寻找新的公司。预计明年的 1 季度就可以达到上映的条件，暑期之前可以上映。这部作品会成为中国动画电影的里程碑之一。

接下来我国动画片的 50% 以上都和我们有关，我们的目标不仅成为动画公司，而是**做动画产业**，达到别人难以逾越的高度。

Q: 公司筛选 IP 的标准是什么?

A: 首先要关注市场现状以及 IP 的来源。从 IP 来源上看, 喜剧 IP 很少见, 青春影片和爱情片 IP 很多, 需要筛选。青春影片和爱情片主要的创作力量女性是女性。魔幻 IP 的受众是男性和三四线城市的受众。这方面我们会和其他合作伙伴一起开发, 这方面数据来自于合作伙伴。在网络、玄幻的前 5 名公司有两三个都是我们的合作伙伴。还有一类别人不太关注的 IP, 比如说《谁的青春不迷茫》, 《陪安东尼度过漫长岁月》, 但是这类作品的用户影响力很大, 长期处于畅销书排行榜的前十名或前二十名。另一种是青少年 IP, 虽然行业内没人关注, 但是我们入手很早。比如说《查理九世》, 正版书的发行量已经达到五六千万册, 小学生几乎人人知晓。这一个 IP 的市场价值至少三五百亿。公司正在网剧、动画、真人电影等方向进行开发, 未来还要面向国际市场。有一些 IP 需要转换, 比如日本漫画和动画片, 需要很强的实力和与日本公司沟通的能力。国际上 IP 方面, 比如《缉毒天使》, 在国外很火, 由于合作伙伴在美国地位很高, 所以可以拿下 IP。总的来说, 筛选 IP 时需要眼光、动作快或者想象力。内容联盟公司的电影项目有些也是光线的电影项目, 几十个合作伙伴比我们自己的覆盖面要大很多, 所以我们在乎渠道在乎方式。

Q: 未来还有那些新的发展方向? 是否会跨出影视领域?

A: 未来不会在范围上有大的扩展, 但是在规模上会拓展。以往以少数股权投资为主, 但是现在随着投资能力增强, 会在重要项目上提高股权比例。另外在投资和并购规模的问题上, 未来可能会有几十个亿甚至上百个亿的投资。最后一个比较重要也是经常被大家忽略的是, 我们不是做投资而是组建公司, 这样成本更低。

Q: 光线是否会进行版权交易?

A: 我们不是在进行版权交易, 而是为了先看的版权覆盖而进行的交易, 拿先看购买版权的作品去换别人的作品。版权交易不是我们未来运作的方向。

Q: 现在的重点推进项目, 对估值提升有什么新的亮点? 控制成本的方式是什么?

A: 电影公司的核心驱动力是项目。需要解决的问题, (1) 项目的数量; (2) 成功的作品, 重点项目的收益可能相当于十个项目的收益; (3) 持续的运作能力, 保证稳定的现金流, 联盟也是为了保证持续的利润。(4) 发行营销能力, 有了好的发行能力才能有更多的内容投资的机会。我们发行的影片一定是我们有投资的, 发行不是后期工作, 而是从前期的演员确定、导演选定、剧本修改等阶段就开始运作的。我们在这方面的眼光相比于小的制作公司有很多优势。如果放弃了对项目的投入, 过去建立的资源会很快失去。

Q: 中国以往的动画是低幼化的, 动漫何时能走进成年人的生活, 这个拐点将于何时出现?

A: 拐点已经出现了。以前的动漫公司比较小, 关注动漫的大公司比较少。从明年开始, 中国动画市场大票房动画片数量上会出现一个很大的突破, 很多动画电影会产生 1 亿以上的票房。

Q: 什么样的动画可以吸引成年人?

A: 中国动画片的产品形态混杂。未来少儿动画的市场会缩小, 青年动画的发展会井喷, 但最重要的一个发展将出现在合家欢动画上。少儿动画是中国自身的渊源, 青年是日本的渊源, 合家欢是美国的渊源。在一段时间内三种形式会齐头并进, 但最终大的票房作品的是合家欢动画, 其次是青年动画。

Q: 中国动画的市场规模是多少? 光线的市场地位如何?

A: 预估明年不止一部会突破5亿, 后年可能会出现新的突破10亿的动画。我们在中国动画片前十个最强的IP中, 光线传媒将拥有超过50%, 在前20个中拥有IP超过10个。

三、附录: Netflix 主营业务及其商业模式

Netflix 是美国最大的在线 DVD 租赁商, 向 670 万名顾客提供超过 85,000 部 DVD 电影的租赁服务和 4,000 多部影片或者电视剧的在线观看服务。公司的成功源自于能够提供超大数量的 DVD, 而且能够让顾客快速方便的挑选影片, 同时免费递送。它成功地把传统的影像租赁业务和现代化的市场营销手段、先进的 IT 网络技术结合起来, 从而开创了在线影像租赁的新局面。

Netflix 的主要业务分为三个板块:

图表 3. Netflix 三大主营业务

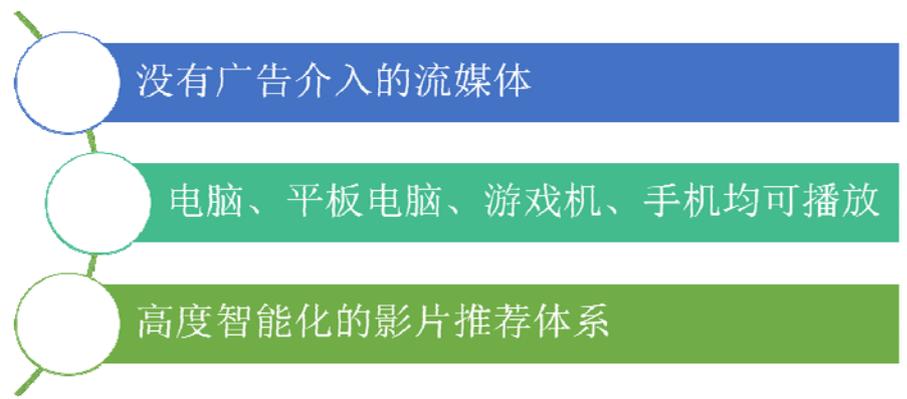


资料来源: 公司年报, 中银国际研究

1. 流媒体服务:

由 Netflix 独家制作的电视剧《纸牌屋》已经在中国热播并产生了轰动性效应, 内容丰富、极具现实感和复杂的剧情很迎合中国观众的胃口, Netflix 其他近期收视率极高的电视剧还有《发展受阻》、《铁杉树丛》、《女子监狱》等。

今年 Netflix 已经创下了增长纪录, 美国国内的用户增长了 230 万, 国际订阅用户增长了 260 万, 在全球用户已达 6,560 万。其收费政策十分简单, 用户每月支付固定费用, 可以在 Netflix 的影视库里任意、随时随地观看它的所有节目, 而且 Netflix 的播放源是流媒体, 平板电脑、笔记本电脑和手机上的 Netflix 软件都能播放, 并且这些电子产品可以连接到电视上播放, 打破了传统电视剧只能在电视上播放的模式。在编排方式上, 以《纸牌屋》为例, 与传统美剧不同, 在花大约半年的时间完成制作后, Netflix 通常会把一季 13 集所有的剧情全部一次性放出, 这样观众就不用“追”这电视剧看了, 同时也避免了连载时间太长从而流失观众的问题。Netflix 的商业模式颠覆了传统电视剧的制作和观看模式, 开创了电视剧从制作、发行、播放方式的一种全新的商业运行模式。

图表 4. Netflix 三大优势


资料来源：中银国际研究

1) 美国流媒体服务

图 5. 2012-2014 年美国流媒体市场财务与运营数据

	2012	2013	2014
付费用户 (千)	25,471	31,712	37,698
月度平均单用户收入 (\$)	7.97	7.97	8.14
营业收入 (千美元)	2,184,868	2,751,375	3,431,434
净利润 (千美元)	369,009	622,767	936,220
毛利率(%)	17	23	27

资料来源：公司年报，中银国际研究

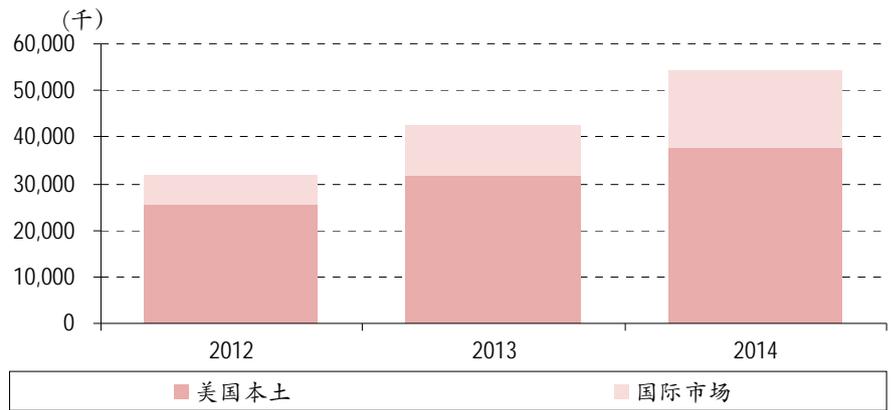
2) 国际流媒体服务

Netflix 向加拿大、拉丁美洲、英国、爱尔兰、丹麦等国家提供流媒体服务，亚洲市场上开放了日本的服务。

图表 6. 2012-2014 年国际流媒体市场财务与运营数据

	2012	2013	2014
付费用户 (千)	6,121	10,930	16,778
月度平均单用户收入 (美元)	8	8	8
营业收入 (千美元)	287,542	712,390	1,308,061
净利润 (千美元)	(389,143)	(274,332)	(159,789)
毛利率(%)	(135)	(39)	(12)

资料来源：公司年报，中银国际研究

图表 7. 2012-2014 年付费用户数量


资料来源：公司年报，中银国际研究

2. 美国 DVD 市场：

Netflix 提供的 DVD 租赁解决方案是用户在线预订，Netflix 通过邮政邮寄 DVD 碟片，用户看完之后，再把 DVD 还给邮箱或者邮局邮箱。Netflix 这部分业务的线下由两部分组成：DVD 仓库和美国邮政庞大的网络；线上有订单、实时查询、影片专家和社区等。

图表 8. 2012-2014 年美国 DVD 市场财务与运营数据

	2012	2013	2014
付费用户 (千)	8,049	6,765	5,668
月度平均单用户收入 (美元)	10	10	10
营业收入 (千美元)	1,136,872	9,107,975	765,161
净利润 (千美元)	538,150	438,982	368,279
毛利率(%)	47	48	48

资料来源：公司年报，中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371