



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

万达院线：“会员+”战略带来流量多重变现，坚实打造全球院线龙头

事件：

万达院线(002793.CH/人民币 174.60, 未有评级)近日举行投资者见面会，公司高管团队就公司的发展情况以及“会员+”战略进行了详细的阐述。

一、【核心要点以及投资建议】

1、**公司经营良好，业绩持续快速增长**：2015上半年万达院线收入 34.8 亿，同比增长 41%，超过往年增长速度。上半年公司票房收入 28.5 亿，同比增长 43.4%，观影人次 6,477 万，同比增长 37.5%，预计全年观影人次突破 1.3 亿。

2、**会员+战略，围绕会员资源多次变现**：万达拥有 4,000 万会员资源，未来将围绕庞大的会员体系，**开放电商平台、付费网络院线、电影衍生品、会员整合营销**四大方面对会员资源进行多次的增值和变现。**开放式的电商平台**：万达院线有自有电商平台，下一步将联合其他院线，和国内做电商的平台通过并购或投资参股的方式，共同打造开放式电商平台。项目将在年内落地；**网络院线**：以收费为主，围绕电影和体育赛事；**电影的衍生品**：最近万达和全球国际、国内的知名衍生品服务商都签订战略合作协议。衍生品围绕时尚数码产品、电影衍生品、时尚商品三大品类。

3、**海内外收购，布局全产业链**：公司收购澳洲院线，再次进入海外市场；收购世茂院线获得优质影院及商业地产资源；收购影时尚传媒，获得从投资、宣发、营销到广告、到植入的全行业资源。

4、**中国电影市场高速增长持续，行业将进入整合期**：近三年，中国电影票房收入和观影人次上都保持 30% 以上的增长。2015 年 1-6 月，电影票房突破 200 亿，观影人次首次突破 5.5 亿。中国电影市场在持续的高速增长。随着中国电影市场的日渐成熟，未来 3-5 年，电影行业将面临一轮整合。中小影院将被整合进入大型院线，以提高竞争力。

5、**投资建议**：从院线经营效率与质量、会员数量以及人均观影人次、市场份额等多重指标衡量，万达院线在国内稳居第一（且领先优势有望持续扩大）；公司上市后，快速借鉴“资本+资源+品牌”优势进行海内外产业链扩张（收购澳洲院线、世茂院线、影时尚传媒等），基于“会员+”战略，后续电商平台、付费网络院线、电影衍生品、整合营销等非票房收入将快速提升。我们认为公司的核心优势在于：线下会员的获取成本较低，但粘性强，先发优势、品牌美誉度以及区位优势带来线下“护城河”，基于流量的多维度变现可期（电商、衍生品、整合营销等）。公司当前总市值 889 亿元（流通市值 95 亿元），后续基于“会员+”战略的业务延伸以及海内外并购有望持续，市值空间巨大，建议关注。

二、【万达院线总裁曾茂军演讲】

今天给大家分享的题目是“会员+，打造全球最大电影服务生活平台”，这也是万达院线第一次在正式场合把我们“会员+”的战略提出来。今天和大家分享的主要的内容有三个方面：

- 第一、中国电影市场基本情况；
- 第二、2015年上半年万达院线各项经营指标；
- 第三、阐述会员+发展战略。

1、中国电影市场基本情况

最近几年中国电影市场保持高速发展，近年复合增长率超过30%，2012-2014年中国电影票房收入增速分别是30.18%、27.51%和36.15%，全国观影人次增长略有差别，分别为35.6%、27.5%和35.1%。总体而言连续几年保持30%左右的增长速度。今年上半年，电影市场票房突破两百亿，同比增长率高于前几年。观影人次首次突破5.5亿。去年大家还预计今年电影市场会保持增长，但发展速度会降低。今年上半年发展速度不光没有降低还提速了。这主要得益于两个原因：

第一，资本的快速进入电影行业，引起社会关注。投资，尤其是上游投资不断加大；

第二，新建影城更多进入以前空白的三四线城市。这些城市过去票房基数很低，增长比率很快。

预计2015年观影人次将达到11亿。2014年美国观影人次12亿。从观影人次来看，中国在明年就会超过北美地区。

2014年全国新增影城1,015家，新增银幕5,397块，平均每天14块。2015年上半年平均每天新增荧幕11.7块，同比往年略有下降。但所有新商业项目开业主要集中在下半年，2015年新增总银幕数量将接近3万块。

2、2015年上半年万达院线各项经营指标

1) 财务情况

截止到2015年上半年，万达院线资产规模45亿，净资产36亿。2014年利润8亿，连续几年保持30%以上增长。2015年上半年万达院线收入34.8亿，同比增长41%，超过往年增长速度。上半年公司票房收入28.5亿，同比增长43.4%，观影人次6,477万，同比增长37.5%，预计全年观影人次突破1.3亿。

2) 经营情况

由于万达提前布局电商，今年电商销售票房同比增长300%。电影票房收入增速从2012年37%，2013年25%，2014年32%到今年上半年的43.3%。预计2015年全年万达票房总额接近60亿，与行业第二名拉大。行业第二名约30亿，而万达会有60亿票房。

观影人次的增长略低于票房增长，说明平均票价还是在提升的，这是非常良性的情况。虽然电商价格持续加大，但万达坚持做高品质客户，因此平均票价并没有下降。预计今年全年的单银幕产出也会突破350万。

在基数扩大的同时，万达院线的经营品质、经营质量在持续提升。单座位产出从2014年上半年的8,900元，提升到今年上半年1.02万元，同比增长14.6%。上座率，从去年的22.4%，提升到今年24.6%，是全国平均11%-12%的两倍。北美地区年上座率大概在14%、15%左右波动，这几年都是这个水平。票房排名前200名的影城的数量，万达院线由去年的68家提升到今年上半年的77家，万达超过35%的影城位列全国前200名。万达影院在全国5,000多家开业影院中占3%，但市场份额占全国的15%。万达优质影城数量占比较高。

万达单荧幕票房产出是全国的2.2倍，万达非票房收入是全国两倍以上。

可以肯定地讲，2015上半年万达院线，上半年总收入增长在41%，利润的增长一定是高于收入增长。

3、会员+的电影生活服务平台发展战略

今年上半年万达院线会员总数超过四千万，成为全球最大的会员体系。万达并购的AMC有将近五千块荧幕，AMC会员总数是四百万，而万达院线会员总数是AMC的十倍。国内基本上没有任何一家院线会员总数超过两三百万量级。万达会员基数远远高于同行。会员对万达票房的贡献是70%，会员对票房的贡献度高。

“会员+”战略必须具备几个条件：第一，会员的基数必须足够的大，万达正式会员到了四千万的时候，提出要打造“会员+”的这样一个发展战略；第二，会员粘性足够。会员对消费的贡献度至少超过50%，会员消费频次高，要重复消费。

图表 1. 万达院线“会员+生态圈”



资料来源：公司公告，中银国际研究

“会员+”具体包括以下部分内容：

- 1) **会员+生态圈**，“会员+”立足于电影院，万达要让电影院基数足够大、市场份额足够大，
- 2) **开放式的电商平台**：万达院线有自有电商平台，下一步将联合其他院线，和国内做电商的平台通过并购或投资参股的方式，共同打造开放式电商平台。项目将在年内落地。
- 3) **网络院线**：以收费为主，围绕电影和体育赛事。
- 4) **电影的衍生品**：最近万达和全球国际、国内的知名衍生品服务商都签订战略合作协议。今年下半年在全国范围内打造线下衍生品旗舰店，不少于 20 家。明年线下衍生品的旗舰店将会做到 80-100 家。衍生品围绕时尚数码产品、电影衍生品、时尚商品三大品类。

原因在于，中国电影观众与美国区别很大：美国的电影观众平均年龄 40 多岁，中国电影观众去年平均年龄只有 21.7 岁，这几年还在呈下降趋势，现在 90 后、85 后已经成为我们电影的核心观影人群，15-30 岁之间的电影观众人数已经超过了 80%，未来的电影院将不再是只是看电影的场所，还会是社交场所，要让电影院成为年轻人聚会和社交的场所。这是我们的基本理念。

除线下旗舰店，公司将会有线上的平台，万达和拥有变形金刚 IP 的孩之宝达成战略合作协议，未来孩之宝的旗舰店会在万达院线落地。同时，万达也和澳洲的衍生品设计商、中国的光网进行了合作。现在万达从衍生品的设计到衍生品的制造，到线下展示、线上销售已经形成了一个完整的产业链。明年开始衍生品将会成为万达新的增长点。

5) **“会员+”的跨界**：前三种基本上还是围绕着电影院、电影开展的。跨界营销整合围绕消费者，围绕我们的会员来展开跨界。今年万达的案例，“会员+”有几种。

第一，会员+互联网：万达和传统的互联网公司合作，比如今年和腾讯的合作，把万达院线的会员转化为腾讯游戏的会员；或者，公司和腾讯寻找好的 IP，适合开发为游戏的电影的 IP，同做开发。

第二，会员+是加传统企业，案例是万达和奥迪汽车的合作、和时尚品牌的合作。万达院线的会员+和突破边界，万达可以和任何的企业、任何的优质品牌去合作，主要的核心就是要围绕万达的消费者去挖掘消费者的潜力，为消费者服务。

收购世茂影院：围绕“会员+”战略首先要扩大会员基数，电影院线收购可以提升市场占有率。虽然世茂影院当前并没有盈利，但明年收购后公司利润率预计会达到 10% 以上。同时，收购世茂，最大的效应就是除利润上升、收入上升、市场份额上升以外，世茂是国内非常优质的商业地产开发商，拥有很多优质的商业地产储备，未来所有世茂广场的影城都是万达的，而且给到的租金条件比较优惠。

收购澳大利亚院线 Hoyts：扩大会员基数，提升市场份额、提升市场占有率的途径。和 AMC 不一样，这次澳大利亚的 Hoyts 直接装入万达院线。Hoyts 的主要业务是电影放映、映前广告、户外广告，DVD 的租赁。同时，收购 Hoyts 是扩充全球市场占有率、全球化战略的一部分。

收购影时尚：影时尚是国内唯一一家电影整合营销公司，从投资、宣发、营销到广告、到植入全面的整合。

三、【问答环节】

Q1: 公司怎么看行业小影城退出情况?

A1: 国内的影院,超过80%以上的影院年票房产出都在一千万以下。随着国家对影院行业的管理日益规范,随着竞争加剧,小影院会在未来3-5年内退出。我们会去选择优质的影城进行收购,要求是要在盈亏平衡点附近的影城,通过万达院线的管理输入,就可以快速的把它由盈亏平衡点附近实现盈利。如果没有发展前景的影城,我们则不会收购。

Q2: 公司好莱坞投资的计划?

A2: 通过收购影时尚,万达院线拥有了参与好莱坞电影投资的能力。公司会在电影制作的中后期选择投资与否,以降低风险。同时,对好莱坞的投资主要集中在系列电影,例如《谍中谍》等已有较强口碑的电影。

Q3: 公司在广告业务上的架构规划?

A3: 公司通过收购影时尚将会成为拥有中国映前广告、贴片广告最多的企业。公司已有的万达院线映前广告是非常好的资源,再加上影时尚自身的资源,未来我们的广告将不仅仅围绕电影院,会有电影整合营销。同时,也不排除未来收购其他一些较好的广告资源。

Q4: 公司与猫眼为代表的互联网售票平台的竞合关系?

A4: 电影院是属于体验式消费,和传统的零售的提代消费有很大的区别。消费者最终还是要到线下影院享受电影的观看。因此,万达院线每年都会投入大量的资金在放映品质的提升,一切围绕着提升观众的观影品质才是核心。

第二,万达从订票开始,让消费者更便利,体验更好。全国所有院线里面,只有万达是有自己的APP,有PC端,包括微信购票平台,而且我们自有购票平台,从来不在上面打价格战。

Q5: 公司自有APP电商用户数量,其中来自猫眼或者互联网销售平台的销售比例是什么样,以及APP活跃度,用户数?

A5: 公司来自电商的消费占比为60%,重要节日的电商消费占比超过70%。这70%中,万达自有电商渠道占30%,猫眼接近30%,其次微信电影票占比14%-15%,格瓦拉不到10%。其他的淘宝电影、大众点评大概都是在3-5%,最近由于淘宝投入比较大,渠道占比逐步提升。万达APP的累计下载量为800万,今年年内是肯定会突破一千万的下载量的。

Q6: 收购澳洲 Hoyts 影城,和国内布局是否有协同效应?

A6: 收购 Hoyts,一方面是我们在全球布局;另外方面,通过收购 Hoyts 扩大万达在全球的影响力,同时让中国更多民族品牌可以走出去。

Q7: 公司如何布局的网络院线?

A7: 网络视频和网络院线是两个概念,网络视频如爱奇艺、优酷、土豆等目前他们在视频领域还是处于亏损状态,主要的原因是内容采购价格奇高,每年花了大量资金买内容。万达的网络院线将会是分账制的模式,我们前期投入成本就会很低,不需要每年花几个亿资金买断内容。其次,我们做网络院线主要是立足于电影,万达院线希望进入网络院线,完成观众家庭观影的转化。如果转化10%的会员,用户ARPU在160元左右,一年就会有七八亿的收入。

至于内容方面，除了电影以外，其他体育内容，这个目前董事会还没有讨论，万达集团今年加速海外体育方面的收购，例如收购的盈方，就拥有全球很多独家转播权，这是我们未来的一个方向。

Q8：影时尚如何参与好莱坞的影片投资？

A8：好莱坞的投资是两种形式。第一种是参与整个影片的全球投资，参与全球所有分账。第二种模式，只参与在中国地区宣发的投入，参与它在中国地区分账。好莱坞已经意识到未来中国肯定在3-5年时间会超过北美，成为全球第一大市场，他们会找到一家公司，帮助他们的影片在中国这个复杂的市场环境下能够综合得到票房最大化收益。影时尚现在已经有将近百家国际和国内知名品牌和我们进行电影整合营销的合作。同时，影时尚利用大数据帮助到好莱坞影片在中国可以做到精准的营销和宣传发行。

Q9：好莱坞的规定是院线公司是不能涉足制片环节。中国是否有相关限制？

万达的影业现在的情况是什么样子的，各位领导能不能介绍一下，大概想达到什么样的规模。

A9：美国在1973年出台《派拉蒙法案》做过这样的法案限制院线公司进入制片环节。在中国，最开始拥有产业链上下游是中国的国企：中影、上影。它们从制片，包括拍摄基地、到院线、到影城、到发行都有。后来才有今天的民营企业，万达十年前进入万达院线和影城，最近三年开始进入电影的制作，今年上半年开始进入电影的发行。所以这个其实从国家来讲是希望中国能够有更多的文化集团整合资源以后，不光是在中国发展，能够有机会走出国门影响全球，把中国的文化也输出去，这是一个大的背景。

万达的相关产业就是在这个背景下面产生的，万达联合国内的另外三条院线成立的五洲发行。今年上半年万达影视投资和参投的电影累计票房在全国排在第二。近期有《煎饼侠》、《翻滚吧肿瘤君》、《鬼吹灯》上映。

Q10：万达未来达到一千家影院水平时，公司的经营效率？

A10：万达院线到2020年要做到接近一千家电影院。2014年底，开业的万达广场是109家。到2020年，万达广场店会开到五百个。现在万达院线已经开业的影城中60%是万达广场店，40%是非万达物业店，未来几年我们基本上会保持6:4。明年后年行业整合速度会加快。只有现在被整合进了更优质的院线，可能将来才有可能有机会获得更多资源。仅仅靠影城单打独斗，影城在猫眼、格瓦拉等电商渠道谈判的时没有任何议价空间。

Q11：万达影院新进入一个城市，是否有可量化的硬性指标？

A11：我们进入城市是有严格的科学模型的，具体来讲我们在选址的时候会从几个维度，第一，城市的维度；第二，区域维度；第三，商业项目的业态组合。

Q12：万达影院当前的布局？明年的布局？

A12：今年新开业43家，明年开业影城数量会在70家，加上收购可能明年超过80家。目前为止万达进入101个城市，明年开始我们要进入更多的新兴的城市。我们优先选择进入全国票房排名前150名的城市。

Q13：影院盈利的效率的核心指标？

A13：衡量优秀连锁企业两个指标，第一系统性、标准化的体系；第二，在人才培养和经营能力上的快速复制能力。万达有自己的系统，万达制度非常完善；同时，万达有系统的信息化平台，可以做到全国所有的影城统一排片、统一营销。

Q14, 如何保证进入三四线城市后, 整体单荧幕产出不下降?

A14: 万达院线不仅只进入三四线城市, 也会在省会城市其他区域进行布局。例如, 去年年底刚刚开业的通州影院也在北京。最近几年还加大了北上广深的发展速度, 所以我们会同时在一线、二线、三四线城市同时进行布局。

Q15: 万达的轻资产模式具体理解?

A15: 重资产和轻资产主要指万达集团广场项目, 过去万达的广场都是自己的广场, 自己投钱来建, 从明年开始 55 个项目里面绝大多数是轻资产, 品牌是万达广场, 万达拿地、万达设计、万达建造、万达管理, 只是项目钱不是我们的, 但是万达签 50 年的经营管理权, 这叫轻资产。院线相对于地产而言属于轻资产, 我们是租赁物业, 从来不买物业, 购买物业就是重资产。另外, 万达在一些技术更新较快的设备上, 也采用租赁的形式。万达在中国国内做 IMAX, 若干年前和 IMAX 签的协议, 中国大陆的投资者建 IMAX 影院的时候, 只有万达独家可以选择分账模式。

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

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