

# 骅威股份 (002502)

## IP一体化运营的新征途

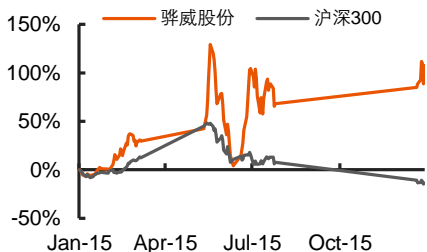
### 推荐 (首次)

现价: 31.44 元

#### 主要数据

行业	传媒
公司网址	www.huawei-stock.com
大股东/持股	郭祥彬/30.01%
实际控制人/持股	郭祥彬/38.25%
总股本(百万股)	430
流通 A 股(百万股)	268
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	135.17
流通 A 股市值(亿元)	84.26
每股净资产(元)	5.01
资产负债率(%)	8.40

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

林娟 投资咨询资格编号  
S1060515020001  
021-20667154  
LINJUAN156@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

### 投资要点

**事项:** 公司公告拟以25.19元股价发行股份3635万股, 收购游戏开发商掌娱天下、互联网营销公司有乐通, 同时募集11.8亿用于购买资产支付的现金对价和影视投资。我们针对相关事项拜访了公司和相关标的公司。

#### 平安观点:

- **掌娱天下是基于 IP 的游戏研发商, 能有效互补第一波:** 掌娱天下是页游和手游研发商, 曾经推出《魔神战纪》、《栀子花开》等页游, 16 年将推出了《云中歌》、《鬼吹灯》等基于重磅 IP 的页游以及《疾风剑魂》等手游作品, 后续将和第一波在游戏开发上有效互补。
- **有乐通是互联网营销公司, 借助优势流量拓展品牌广告:** 目前有乐通以单机游戏的效果营销为主, 独家代理悦动圈、宝宝巴士等 3 家优势 APP 广告位并成为 10 个 APP 一级广告代理, 未来将借助流量优势拓展品牌广告。
- **16 年第一波、星生园大作不断, 进入作品爆发新阶段:** 2016 年, 第一波将推出 5 款页游、7 款手游, 包括《校花的贴身高手》、《斗罗大陆》、《莽荒纪》等, 未来推出网络剧、电影等全方位打造《莽荒纪》、《雪鹰领主》; 打造类似《九州》一样自己的 IP 森林。星生园在 16 年将上映《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》, 并制作《抓紧我, 放弃我》、《那片星空那片海》等。
- **并购公司已协调发展, 未来有望 IP 产业链一体化:** 目前公司的 IP 布局为 2 家游戏公司 (第一波、掌娱天下) + 影视公司 (星生园) + 互联网营销 (有乐通)。2016 年, 星生园将有重量级 IP 与第一波合作, 实行影游联动。有乐通也将为公司的影视、游戏做宣发, 实现 IP 产业一体化发展。
- **投资建议:** 预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.36、0.77、1.02 元, 对应 PE 为 86.4、40.9、30.9 倍; 考虑并购后 16-18 年备考利润分别为 4、4.7、5 亿, 定增摊薄后 EPS 为 0.85、0.97、1.05 元, 目前股价对应 16-18 年 37、32、30 倍 PE, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 并购不达预期; 行业增长不达预期。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	449	477	834	1377	1859
YoY(%)	0.3	6.1	75.0	65.0	35.0
净利润(百万元)	32	34	156	331	437
YoY(%)	-25.6	7.6	355.1	111.6	32.1
毛利率(%)	25.6	24.2	35.0	40.0	40.0
净利率(%)	7.1	7.2	18.7	24.0	23.5
ROE(%)	3.6	3.7	6.5	12.6	14.9
EPS(摊薄/元)	0.07	0.08	0.36	0.77	1.02
P/E(倍)	423.3	393.4	86.4	40.9	30.9
P/B(倍)	15.1	14.8	5.6	5.1	4.6

## 正文目录

一、	掌娱天下：基于 IP 的游戏研发商，有效互补第一波.....	4
二、	有乐通：实现移动游戏领域的全闭环服务.....	5
三、	16 年第一波、星生园大作不断，进入作品爆发新阶段 .....	5
四、	投资建议 .....	8

## 图表目录

图表 1	掌娱天下及其子公司拥有的作品改编权 .....	4
图表 2	掌娱天下优质游戏作品 .....	4
图表 3	有乐通广告服务 .....	5
图表 4	投资、独立承制或参与制作电视剧情况 .....	6
图表 5	梦幻星生园及其子公司拥有的文学作品改编权 .....	6

## 一、 掌娱天下：基于 IP 的游戏研发商，有效互补第一波

掌娱天下于 2013 年 9 月成立，是一家专注于网络游戏、手机游戏的研发和运营的公司。公司目前在成都、重庆、深圳等地拥有多个研发团队，其核心团队拥有较长从事网络游戏研发及运行的经验，部分核心运营成员来自腾讯、完美世界、数字天空等游戏企业，拥有丰富的研发和运营经验，积累了丰富的海外市场推广和渠道资源。公司董事长王勇曾凭借其主持开发的《魔神战纪》在海外市场依建立了良好口碑。

2015 年以来，掌娱天下一直深耕 IP 合作，大力布局与国内知名 IP 企业的合作与投资，拥有优质的 IP 资源。2015 年 7 月，掌娱天下推出以电影《栀子花开》为基础改编的时尚社交类热舞手游。《栀子花开》正式登陆 AppStore 后，短时间内即获得了付费榜第 3 名的成绩。在此之前，其在安卓全渠道上线 14 天超过 300 万次下载。2015 年 9 月，投资人携知名 IP《云中歌》与掌娱天下投资成立子公司重庆影游天下科技有限公司，合作开发《云中歌》网页游戏，目前《云中歌》网页游戏已授权腾讯独家代理。此外，掌娱天下还取得《鬼吹灯》等知名 IP 资源。

图表1 掌娱天下及其子公司拥有的作品改编权

序号	作品名称	作者署名	许可内容	许可期限	许可方式
1	鬼吹灯摸金校尉	天下霸唱	MMORPG 页游研发、发行权利	2015.6.26 至 2018.6.26	独家
2	云中歌	桐华	网页游戏出版代理权、运营权	2015.10.21 至 2017.10.20	独家
3	云中歌	桐华	页游研发、发行权利	2015.09.01 至 2018.08.31	独家
4	栀子花开 2015		移动游戏改编权，游戏著作权、运营、宣传、推广	2015.06.01 至 2019.06.01	独家

资料来源：公司公告、平安证券研究所

自设立以来，掌娱天下自主研发与代理发行了多款精品游戏。

图表2 掌娱天下优质游戏作品

序号	游戏名称	开发完成日期	权利范围
1	《鬼吹灯摸金校尉》	2015.08.01	全部权利
2	《云中歌》	2015.09.18	全部权利
3	《栀子花开 2015》	2015.06.09	全部权利
4	《唱吧炫舞》	2014.04.07	全部权利
5	《崩坏漫画王》	2015.01.31	全部权利
6	《奔跑吧 Hero》	2015.08.10	全部权利
7	《部落传说 2》	2015.09.01	全部权利
8	《部落传说 3》	2015.06.01	全部权利
9	《春秋勇士》	2015.07.01	全部权利
10	《斗虫》	2015.05.30	全部权利
11	《合金战机》	2015.09.01	全部权利
12	《怒战太平洋》	2015.05.30	全部权利
13	《破天之剑》	2013.12.30	全部权利
14	《魔神战纪 3D》	2015.02.05	全部权利
15	《消消皮卡丘》	2015.01.20	全部权利
16	《蒸汽纪元》	2015.05.30	全部权利
17	《3D 极速传说》	2015.11.10	全部权利
18	《群鸿 3D 巅峰竞速》	2015.05.06	全部权利

19	《合金子弹》	2015.06.03	全部权利
20	《天天爱联萌》	2014.04.01	全部权利

资料来源：公司公告、平安证券研究所

掌娱天下强大的重量级 IP 储备，将有效互补第一波，未来势必产生强烈的协同共振效应。

## 二、有乐通：实现移动游戏领域的全闭环服务

有乐通于 2010 年成立。主要从事移动互联网广告营销服务业务：将客户的广告信息投放到国内的移动应用程序上，通过这些商业信息来影响接受者的意图和行为，以达到广告宣传的目的，并获取产品推广收入。

按照所服务的广告主的不同类型，有乐通的业务类型目前分为应用推广和品牌广告。

图表3 有乐通广告服务

业务类型	主要客户	公司竞争优势及现阶段成果
应用推广	游戏开发商或其一级广告代理商	有乐通具有丰富而集中的客户媒体资源，目前已为超过 500 家游戏开发商成功推广过 1,000 多家精品游戏，覆盖用户累计超 3 亿；与超过 400 家的媒体渠道建立了良好的合作关系，通过媒体渠道将移动广告资源最终推送给终端用户。现已接入有乐通自有广告推送系统合作的 APP 应用达 300 多款，合作过的广告 100 多款。日超过 2,000 万次广告展示，日推广应用安装超过 10 万次。
品牌广告	有较高知名度的移动互联网 APP 运营商	有乐通负责对该 APP 运营商的互联网内容进行推广。目前已经采用广告代理模式成功为一号店、唯品会实施了广告推送。在品牌类广告发展战略上，有乐通对未来品牌推广所选择的广告业务内容明确定位于运动、健康、母婴方向。目前，有乐通独家买断的核心 APP 代理权为悦动圈和宝宝巴士，悦动圈是一款运动类 APP，专注于运动健康，是 2014 年百度金熊奖和年度运动应用大奖获得者，目前已有 5,000 万注册用户；宝宝巴士是一款母婴类 APP，专门针对学龄前儿童研发教育的应用产品，已拥有产品逾 100 款，目前已有 9,000 多万注册用户。悦动圈和宝宝巴士品牌的广告代理售卖主要集中于直接客户。

资料来源：公司公告、平安证券研究所

有乐通在移动游戏的第三方服务产业里，已具备的营销服务能力为：支付、SDK 接入、测试、推送和数据服务，形成了移动游戏营销领域的全闭环服务。

## 三、16 年第一波、星生园大作不断，进入作品爆发新阶段

### 3.1 《煮妇神探》、《寂寞空庭春欲晚》开启星生园强势 16 年

梦幻星生园是一家以电视剧的制作与发行业务为主，以网络剧的制作为辅的文化传媒企业，以“年轻化、白领化和女性化”的客户群为目标，专注于创作优秀的“精品言情剧”。2013 年 4 月，著名言情小说家桐华被邀请加入梦幻星生园并担任创意总监，为梦幻星生园剧本创作提供创意素材和服务。公司先后投资、独立承制或参与制作了多部较有影响力的社会口碑与经济效益较好的电视剧。如《掩护》、《千山暮雪》、《如意》、《最美的时光》、《金玉良缘》等，均取得较好的收视成绩和反响。

**图表4 投资、独立承制或参与制作电视剧情况**

序号	作品名称	集数	所获奖项
1	千山暮雪	30	2011年湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一、获得奇艺网“年度最佳网络小说改编电视剧”奖和搜狐网2011年度“最具收视保障制作机构”奖、“最具网络收视贡献”奖
2	如意	42	2012年湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一
3	最美的时光	40	2013年度湖南卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第一、2012年湖南广播电视台卫视频道电视机“年度最具幸福奖
4	金玉良缘	45	江苏卫视播出获同时段全国卫视收视率排名第三，网络点击量累计超过30亿，获得2014年度中国大学生电视节年度“最受瞩目古装电视剧”奖和奇艺网颁发的“年度电视剧奖”
5	乐俊凯（网络剧）	10	《乐俊凯》播出后获得2013年度全国优秀网络剧一等奖。
6	千山暮雪（网络剧）	7	2012年播出时达到1.3亿的点击量
7	掩护	25	中国电视剧上海排行榜年度收视第二贡献奖
8	抓住彩虹的男人	35	-
9	偏偏喜欢你	42	-
10	爱要有你才完美	26	-
11	军医	25	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司储存有大量文学作品IP。拥有包括匪我思存、桐华、十四阙等知名作者的众多优秀小说的电影、电视剧、网络剧改编权、拍摄权和复制权。

**图表5 梦幻星生园及其子公司拥有的文学作品改编权**

序号	作品名称	作者署名	许可内容	许可期限	许可方式
1	千山暮雪	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2009.12.18 至 2017.12.17	独家
2	乐俊凯、花好月圆人长久	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2011.3.26 至 2021.3.25	独家
3	寂寞空庭春欲晚	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.29	独家
4	裂锦	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.30	独家
5	祸国	十四阙	电视作品改编权；摄制权	2010.6.28 至 2020.6.27	独家
6	琥珀森林	十四阙	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2011.10.24 至 2019.10.23	独家
7	被时光掩埋的秘密	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011.10.12 至 2018.10.11	独家
8	长相思	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2012.1.18 至 2017.1.17	独家
9	先花满楼	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2012.1.18 至 2017.1.17	独家
10	张天师	彭阗	除专项劳务署名权之外的该小说的所有权利	2011.8.16 至 2019.8.15	独家
11	玉簪秋	灵希	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011.11.12 至 2021.11.11	独家

序号	作品名称	作者署名	许可内容	许可期限	许可方式
1	千山暮雪	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2009.12.18 至 2017.12.17	独家
2	乐俊凯、花好月圆人长久	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2011.3.26 至 2021.3.25	独家
3	寂寞空庭春欲晚	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.29	独家
4	裂锦	匪我思存	电视作品改编权；拍摄权	2010.6.30 至 2020.6.30	独家
5	祸国	十四阙	电视作品改编权；摄制权	2010.6.28 至 2020.6.27	独家
6	琥珀森林	十四阙	电视剧剧本改编权、摄制权、复制权	2011.10.24 至 2019.10.23	独家
7	被时光掩埋的秘密	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011.10.12 至 2018.10.11	独家
8	长相思	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2012.1.18 至 2017.1.17	独家
9	先花满楼	桐华	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2012.1.18 至 2017.1.17	独家
10	张天师	彭阗	除专项劳务署名权之外的该小说的所有权利	2011.8.16 至 2019.8.15	独家
11	玉簪秋	灵希	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011.11.12 至 2021.11.11	独家
12	庶女生存手册	御井烹香	电影、电视剧复制权；改编权；摄制权	2011.11.12 至 2021.11.11	独家
13	嫡女成长实录	御井烹香	电影、电视剧复制权；改编权；摄制权	2013.4.2 至 2023.4.1	独家
14	男嫁时代	孙明一	电影、电视剧、网络剧复制权；改编权；摄制权	2012.4.9 至 2022.4.8	独家
15	千妖百魅	饭卡	电影、电视剧、网络剧复制权；改编权；摄制权	2014.3.6 至 2022.3.5	独家
16	失业女王	艾小图	电影、电视剧、网络剧改编拍摄权	2014.9.7 至 2022.9.6	独家
17	江湖异闻录	本少爷	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权、衍生品开发权、转授权	2014.10.13 至 2022.10.12	独家
18	腹黑 BOSS，你别逃！	睡懒觉的猫	电视剧、电影网络剧改编权、拍摄权	2015.1.15 至 2023.1.14	独家

资料来源：公司公告、平安证券研究所

在 16 年将上映《煮妇神探》、匪我思存的经典小说改编剧《寂寞空庭春欲晚》，并制作《抓紧我，放弃我》、《那片星空那片海》等。

### 3.2 第一波向全方位打造 IP 森林进发

第一波于 2013 年 9 月成立。成立后第一波探索出独特的“网络文学+游戏”的发展模式，第一波创始人凭借“著名网络作家”和“游戏企业经营者”的双重身份，在网络文学领域具有良好的人脉和作品甄别能力，并有将优质网络文学 IP 资源商业化的能力。第一波拥有“唐家三少”、“天蚕土豆”和“我吃西红

柿”等网络知名作家部分小说的 IP 授权，陆续推出了由上述作家热门作品改编的《莽荒纪》、《唐门世界》和《绝世天府》三款游戏，使第一波收入呈现快速增长的趋势。

2016 年，第一波将推出 5 款页游、7 款手游，包括《校花的贴身高手》、《斗罗大陆》、《莽荒纪》等，未来将围绕知名 IP 推出网络剧、电影等，全方位打造《莽荒纪》、《雪鹰领主》；打造类似《九州》一样的自己的 IP 森林。

## 四、 投资建议

目前公司的 IP 布局为 2 家游戏公司（第一波、掌娱天下）+影视公司（星生园）+互联网营销（有乐通），产业链布局逐步完善。公司坚持以优秀 IP 运营为载体，以内容创新为核心的互联网文化产业链，从 IP 动漫、手游、页游到电视剧、网络剧的发展，逐步作出影游互动的格局。2016 年，星生园将有重量级 IP 与第一波合作，实行影游联动。有乐通也将为公司的影视、游戏做宣发，实现 IP 产业一体化发展。

预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.36、0.77、1.02 元，对应 PE 为 86.4、40.9、30.9 倍；考虑并购后 16-18 年备考利润分别为 4、4.7、5 亿，定增摊薄后 EPS 为 0.85、0.97、1.05 元，目前股价对应 16-18 年 37、32、30 倍 PE，首次覆盖，给予“推荐”评级。



资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	638	1947	2167	2495
现金	362	1608	1574	1884
应收账款	182	235	415	411
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	9	0	0	0
存货	80	101	175	197
其他流动资产	85	104	178	200
<b>非流动资产</b>	352	510	574	565
长期投资	131	131	131	131
固定资产	177	194	251	267
无形资产	18	22	26	53
其他非流动资产	27	163	165	114
<b>资产总计</b>	990	2457	2741	3060
<b>流动负债</b>	69	45	93	93
短期借款	0	0	0	0
应付账款	15	15	31	31
其他流动负债	54	30	62	62
<b>非流动负债</b>	0	0	0	10
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	10
<b>负债合计</b>	69	45	93	103
少数股东权益	5	7	10	15
股本	282	430	430	430
资本公积	396	1628	1628	1628
留存收益	239	348	580	886
<b>归属母公司股东权益</b>	916	2406	2637	2943
<b>负债和股东权益</b>	990	2457	2741	3060

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	49	53	116	474
净利润	34	156	331	437
折旧摊销	15	15	21	24
财务费用	0	-15	-25	-27
投资损失	-19	0	0	0
营运资金变动	7	-105	-214	35
其他经营现金流	13	2	3	4
<b>投资活动现金流</b>	-121	-156	-75	-60
资本支出	0	-55	-75	-60
长期投资	-131	-100	0	0
其他投资现金流	9	-1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-10	1348	-74	-104
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	141	148	0	0
资本公积增加	-141	1232	0	0
其他筹资现金流	-10	-32	-74	-104
<b>现金净增加额</b>	-82	1246	-33	310

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	477	834	1377	1859
营业成本	362	542	826	1115
营业税金及附加	4	8	14	19
营业费用	43	50	83	112
管理费用	59	75	124	167
财务费用	-11	-15	-25	-27
资产减值损失	1	8	8	8
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	19	0	0	0
<b>营业利润</b>	37	165	347	465
营业外收入	1	10	20	20
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	37	175	367	485
所得税	3	18	33	44
<b>净利润</b>	34	158	334	441
少数股东损益	-1	2	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	34	156	331	437
EBITDA	39	166	343	463
EPS (元)	0.08	0.36	0.77	1.02

主要财务比率

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	6.1	75.0	65.0	35.0
营业利润(%)	-5.5	345.1	109.8	34.0
归属于母公司净利润(%)	7.6	355.1	111.6	32.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	24.2	35.0	40.0	40.0
净利率(%)	7.2	18.7	24.0	23.5
ROE(%)	3.7	6.5	12.6	14.9
ROIC(%)	5.5	25.4	38.6	39.1
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	6.9	1.8	3.4	3.4
净负债比率(%)	-44.9	-12.2	-59.0	-50.1
流动比率	9.28	43.68	23.27	26.90
速动比率	8.11	41.42	21.40	24.78
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.48	0.53	0.64
应收账款周转率	2.6	4.0	4.2	4.5
应付账款周转率	28.2	55.4	60.0	60.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.36	0.77	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.12	0.27	1.10
每股净资产(最新摊薄)	2.13	5.60	6.13	6.85
<b>估值比率</b>				
P/E	393.4	86.4	40.9	30.9
P/B	14.8	5.6	5.1	4.6
EV/EBITDA	77.7	71.6	34.7	25.2

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2016 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

### 平安证券综合研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033