



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)66229343  
shi.kuang@bocichina.com

\*杨艾莉为本报告重要贡献者

# 光线传媒 2015 年年报交流会： IP 集群打造中国最完整 内容生态

## 公司董事长王长田发言：

2015年光线传媒(300251.CH/人民币 25.47, 未有评级)的营业收入5亿元, 利润4个多亿。我个人并不是特别满意, 以光线的业务基础, 我们应该有更好的业绩。去年主要的影响是电视业务, 电视栏目业务去年有4,000万的亏损。电视剧业务去年表现一般。两个业务去年亏损7,000万。拖累了公司业绩。否则应该是5个多亿的利润。正是因为看到了公司的问题, 去年我们逐渐开始, 今年完全没有电视栏目业务, 电视剧业务也有好转。再加上电影业务其他业务的强劲增长, 我们预计今年会有很好的增长。

去年的现金流比较好的表现, 净现金流有5亿的正增长(2014年为负8,000万)。光线在计算业绩上, 更多看主营业务, 公司的非经常性损益在行业比较低, 处理也很保守。这为我们未来发展提供了很好的基础。

## 一、2016 年发展计划

### 1、电影业务：

2015年投资20%以上同时进行发行(或联合发行)的影片票房是55.76亿元。在整个行业综合性的电影公司是排名第一位的。今年同样口径的总票房目标希望达到70个亿。如果达到70个亿, 在行业仍然会保持排名第一。2013-2014年都是排名第二的。公司从电影业务来看, 光线是中国当之无愧的第一电影公司。今年规划了16个电影, 年报上披露了一部分, 有一些还没有披露。

目前已经上映了4部。《美人鱼》总票房是33.8亿元, 《火锅英雄》已经达到3.3亿。接下来包括：

《谁的青春不迷茫》(在大学生群体非常受欢迎, 预计票房会很不错, 投资基本100%都是光线, 目前版权销售和植入广告已经覆盖了大部分成本。预计在2季度会给公司贡献利润)、《从你的全世界路过》(超级大IP, 张嘉佳小说改编)、《正义联盟》、《大闹天竺》(王宝强导演)、《无罪辩护》等。预计里面有2部影片, 有超过10亿票房的潜力。光线的电影, 经常都是看起来一般, 演员比较新, 但是能有很好的爆发。电影市场已经证明了, 我们在操作这种爆款电影上很有经验。

今年即将开拍的有15部真人电影, 包括《鬼吹灯》三部曲的第一部, 金庸作品《天龙八部》、《笑傲江湖》, 用新人新角度新风格来重新拍摄金庸的作品。接下来会逐渐宣布创作团队。同时计划今年重新拍摄《少林寺》。

还有多部青春类的 IP 电影，在青春片领域，中国目前还没有其他公司可以与光线抗衡，包括《致青春》、《同桌的你》、《匆匆那年》等，票房纪录都是光线创造的。还包括漫画 IP《暴走大事件》改编的《暴走白日梦》，还包括正在制作中的《三体》。

总体来说，我更看好明年要上映的。从 IP 来讲，多数都有强大的 IP 基础。我们的制作标准要求也非常高。所以明年光线的影片都非常值得期待。这里面大多数是我们主导的，我们还会有很多参与投资的。

## 2、电视剧、网络剧：

预计今年 15 部电视剧网络剧进行拍摄。包括《诛仙》、《笑傲江湖》、《左耳》、《盗墓笔记 2》、冯唐小说改编的，日本漫画改编的作品，《查理九世》等。基本都是有强大 IP 为基础的，都是超级 IP。

这些分为两种，一种是全网络剧，一种是纯网络剧。盗墓笔记第一部是纯网络剧，第二部也可能是纯网络剧。做这么多纯网络剧，主要是为我们在暑期开通的先看网做准备。

## 3、动画片：

今年计划上映 3 部，在制作中的有 9 部。《大鱼海棠》、《金陵王座》等 3 部，水准较高。我们更加期待的是正在制作的影片，包括《大圣归来》制作公司制作的《大圣闹天宫》等。

这里的 IP 包括《梦幻西游》的 IP，以及中国传统题材。在动画片领域，光线投资了中国 50% 以上中国最优秀的动画片制作公司。彩条屋影业布局了 14 家的动画片制作公司。

我觉得动画片需要市场培育期，短期内个别影片会爆发，作为行业还需要培育期。

## 4、游戏业务：

我们投资了一些游戏公司，同时也有内部的游戏团队，今年有机会在游戏某些产品上体现出包括。我们旗下的公司制作了一个产品，即将和网易合作在暑期发布。由此证明了我们游戏的潜力。我们其他的游戏，也有被国内游戏上市公司保底发行。今年游戏业务会有转机。

## 5、舞台剧和活动业务

包括刚刚落幕的音乐风云榜，我们停掉了电视栏目，但是活动节目保留下来了。为我们投资的网站带来了 130 万的新增注册用户，也带来了很多的收入。同时地方政府也非常支持。这是中国做了 16 年的音乐颁奖典礼。另外一个国剧盛典。每年 1 月在安徽卫视播出。

舞台剧业务，以前没有。目前有两部在上演，一部是《左耳》，今年有 2-3 个舞台剧正在排练。《救命我变成了一条狗》等。在一些大的网络文学 IP，我们会先制作舞台剧，再做影视剧。

舞台剧对我们来说，一方面是 IP 培养，一方面是影视剧业务的延伸产品。我们今年会有 4-5 个项目同时开始，都是高水准的项目。

## 6、艺人经纪 (新艺人)

未来2-3年,会有上百人的新艺人露面。在电影网络剧等。我们会借此机会,签下大量的演员。《左耳》、《谁的青春不迷茫》的演员等,都被我们签约。我们对行业的判断,我认为未来2-3年是中国的艺人大变革的时期。会集中爆发一些新的艺人,全面上位,会左右未来8-10年的市场。会重新洗牌。过了这两三年,新人诞生的机会会变少。正如之前的赵薇、黄晓明,他们占据市场多年。

艺人现在已经成为重要的IP,好的艺人可以带来票房、收视率,包括为你带来投资的机会。我们是冲着这个角度来做,更看重的是艺人带来的项目投资机会。

## 7、新技术 (VR/AR)

我认为未来最有可能爆发的是VR相关的,我们控股了两家VR公司。参股了国际领先的视频处理公司,七维。这三个公司会构成我们在VR上的主要布局。其中,七维公司是在中国VR硬件、软件上领先的公司。七维上个月推出了中国第一台自主软件的360度拍摄设备。目前在国际上只有一家公司能够跟他们做一样的事情。他们的VR处理、缝合软件,是国际领先的。比如有虚拟背景处理的,国际上其他公司很难做到。他的设备可以完全支持直播。《音乐风云榜》此次同时由7万人同时观看了我们的VR直播。在先看网,同时在线有80万人观看。总注册用户达到130万人。证明了,VR正在成为一个重要的个人终端。七维同时在AR领域也有很好的经验。我们在3、4年前投资他们,主要是AR。七维公司,今年5、6月份,会推出一个自己的头盔,会有AR/VR兼容的解决方案。

先看网会在今年暑期推出VR聚合平台,公司的影视剧、秀场公司、音乐公司等,都会为整个的VR系统提供内容。已经在规划之中。比如打造一个VR秀场。我们投资的呱呱,每年有7,000-8,000万的流水。我们投资的多米音乐,旗下孵化了一家公司叫映客。多米有映客20%左右的股权。我们未来也有机会把它做成VR直播。我们投资多米的时候,是4个多亿的作价。而目前多米在映客里面的股权价格已经超过10个亿。

光线在VR上,是从拍摄设备到视频云压缩解码传输到聚合平台到个人终端,比较完整的VR产业链。在每个环节上,我们都有自己的优势。

今年有一些影片,也会有VR拍摄。比如,鬼吹灯三部曲第一部、动画片等。其中有一部会用VR来拍摄。

先看网:今年暑期正式上线。这个项目已经拖了一段时期,之前是和360合作,现在需要重新进行技术架构、产品设计、支付等需要重新做。另外一方面,我们也在为他准备内容。

先看网在电影领域,应该是完全覆盖。用已有的版权来换其他的版权。我们如果今年有70亿票房的影片,那么先看网可以用这些影片,换至少70亿票房的影片。由此可以覆盖中国的大多数国产电影。

先看网的主要核心竞争力是在网络剧,正如奈飞网站,是靠大量的自制网络剧。我们目前为先看网规划的网络剧由十几部。目前还是以我们自己为主来进行操作。接下来,我们投资的公司会制作网络剧、也会委托制作。我们的目标就是打造自己中国的奈飞。这个网站是纯收费的。我们电影全覆盖,但是网络剧是头部网络剧。比如《盗墓笔记》对爱奇艺,《太子妃》对乐视网的流量提升。这个不在于数量多少,而在于是不是头部的内容。正因为这个原因,我们认为,我们可以把先看网做好。

我们以 2% 的内容数量，获得了市场 20% 的市场份额。我们会把这个优势放到先看网上。我们也给它储备了很多的优质项目。正因为如此，我们上市公司公司在先看网的股权占比是 19%，防止前期的亏损。如果公司做好了，会后期有更紧密的关系。

## 8、光线投资

已经投资了 50 家，目前确定要投资的有 10 家。年内有总共 70 家左右的投资公司。投资的数量和涉及的领域，都主要集中的内容领域。国内很多公司都难以与光线的投资布局比。**投资方向包括，影视、动漫、游戏、出版、新媒体、互联网、音乐、电商等。都是细分领域的龙头企业。**投资都在早期，规模并不大，但是领导地位比较突出。

- 影视领域：新丽传媒，希望今年能上市。欢瑞世纪，中国最好的偶像剧制作公司。同时投资了邓超的公司。包括《上瘾》的制作公司，我们也和这家公司签约有联合的签约艺人。包括，艺人培育的公司，喜天。
- 成立了一些专门的围绕 IP 的影视剧公司，比如和阅文集团成立了合资公司，里面有 2 个 IP，《我欲封天》等。我们和另一家公司成立的公司围绕超级 IP《莽荒纪》。这些都是 top10 的网络文学作品。我们有可能拿到 top10 里面的 5 部 IP。
- 儿童文学：我们还和儿童文学作品《查理九世》，有合资公司。未来会有十几年的时间去打造。今年也有《查理九世》作品出来。我们围绕 IP 去组建公司，成本低，也能自己主控。
- 动漫：投资了十几家公司。包括最好的动漫制作公司，
- 游戏领域：我们投资的天神娱乐，发展良好。
- 出版和版权公司：我们投资的目的是为了锁定好的 IP。
- 新媒体：呱呱、七维、多米等。

总体来说，光线要打造一个中国最完整的内容生态圈。从内容领域的源头开始，从出版到影视剧、动画、线下娱乐产品，以及为这些内容提供渠道的公司。以及艺人孵化公司，电商公司，等等。形成一个内容的资源共享，进行紧密的项目合作。对外可以和其他集团进行竞争。光线的目标是成为中国前几位的传媒娱乐集团。是独立的、自成一级的。在内容领域成为一个重要的玩家。目前我们还做得过来。

## 二、问答环节

### Q:行业的竞争壁垒?

A:每家公司都是在打通整个娱乐产业链。光线的优势，**项目的发起管理能力**，我们最早是电影发行公司，逐渐进入电影的投资制作。目前我们的投资制作能力非常重要。我才回去强调我们占 20% 以上投资比例的票房，即便是 20% 的投资，我们都是深度的去参与了的。现在再以发行来介入这个行业，相对已经比较困难了。在发行领域，我们在行业内的能力也非常好，尤其是宣发策略，档期安排等。这是发行公司的核心竞争力，这里面涉及到很多因素。同时在宣传策略上，光线知道如何抓住观众。电影行业的本质就是最好的作品。



在国际化方面，我认为行业要警惕国际化陷阱。中国电影产业目前暂时还不具备国际化的条件。历史经验上，在国际国内市场同时讨好，很可能导致两个市场同时失败。国际市场是被大的行业巨头控制，仅仅是跟他们合作，很难挣钱。因为这些考虑，我现在认为国际化是顺其自然，决不强求。现在对光线可能还不是最合适的。

**Q: 艺人迅速证券化，如何看待？**

A: 目前行业比较普遍的现象。每个比较有影响力的艺人，都是在证券化自己的未来。我认为，这个状态有点过热。在这个时候，作为影视公司头脑清醒很重要。了解娱乐业的本质，了解艺人真正的价值所在。不要有这么多短期的行为。我们投资了喜天，并不是单单看重他们的明星，我们看重的是他手里的 IP，我们也有新的业务规划。喜天未来会成为一个内容公司。光线对喜天是小比例的投资。因此我们也在大量签约新人，这是我们对娱乐界未来变化的一个洞察。我们在培育新艺人、新导演方面都非常重视。我们有十二部影片是导演的处女作。

**Q: 万达模式的院线发行崛起？**

A: 发行领域从原有的发行公司逐渐有一些演化。主要是由于渠道接入发行的。我们是从内容角度来做发行，有一些公司是从渠道切入来进行发行。接下来有票务网站也会切入发行。中国院线目前正在迅速集中，市场格局还未确定，未来可能有不到 10 家院线控制主要的市场。这个过程中，光线有更好的选择，不仅是做一个院线，而是有更好的、互联网化的发行模式。目前已经有所布局。过段时间会宣布进展。

发行领域，我们希望光线能够影响中国电影票房的 40% 以上。目前光线已经有 20% 的市场份额。

**Q: 视频网站等内容渠道的格局？**

A: 目前视频网站格局并没有固化下来。目前的趋势是，内容带来用户。映客就 500 万的投资，做到了目前 2 个亿的月流水。斗鱼也没有渠道，是靠自己起来。现在已经不是过去，没有用户就做不起来。先看有好的内容，就有崛起的可能性。这件事情的确非常难，我们在前年开始布局这个领域，但是到现在为止都没有公司跟我们要准备做一样的事情。这个要有很多能力的要求，钱、互联网思维、内容等等。但是市场上，需要有这么一个网站。就像在美国，有三大电视网有各种视频网站，但是也有 HBO、有奈飞。目前的视频网站，都是广告、收费、UGC 等等，都是混在一起的。观众的定位模糊。

**Q: IP 实现的路径？**

A: 一方面通过投资一些公司，实现对公司 IP 的主导。另一反面，这些被投资公司，也是 IP 开发的分担者，合作者。这个网络还不够大，但是现在还没有覆盖到游戏等领域。我们还有一些项目和网易、腾讯等合作。

目前，光线目前在国产片的市场占有率有 40% 了，另一方面，我们也希望光线成为主营业务利润最高的影视剧公司。目前影视剧公司最高的主营业务利润就在 5 个亿左右的，我们希望光线今年就超过这个数字。再加上投资的收益。

**Q:VR 新技术与电影更深度的合作?**

A:VR 虽然比较热,但是市场成熟还需要 3 年以上的時間。包括影视化的作品。未来可能 10 年,VR 都不会成为影视的主流。VR 是一种表现形式而已。VR 需要未来几十年的时间。现在的技术瓶颈,眩晕、卡顿等等,我不担心,技术可能解决掉。最主要的是它的应用领域,如何应用、应用到什么程度。正因为这种不确定性,才充满了机会。我们公司之前不做硬件,但是这次比较早,我们投资的公司硬件领域也非常有建树。我认为未来 AR 会有跟大的空间。

**Q:签约新的艺人,艺人经纪的定位考虑?**

A:目前艺人经纪的商业模式主要是靠“代理费”。如果代理费拿多、拿少了,都有很多问题。艺人经纪在全球都很难做成很大的公司。艺人是整个影视作品的最核心因素,因为有了他们才有了影视剧作品的产生。最有影响力的艺人,有很大的选择权,这就是巨大的价值。我们要和明星和最好的 IP 绑定在一起,获取商业机会。

**Q:互联网发行领域目前市场竞争。如何看待互联网的售票公司?**

A:网络售票公司未来的最主要发展方向就是成为综合的电影公司。他们的优势是有用户、有销售渠道。我们的优势是判断力和项目发行和管理能力。两边各有优势。这两类公司很难相互取代。光线对于这类公司的策略是合作,投资、并购等。

**Q:员工股权激励?**

A:会有一些安排。衡量标准就是团队是否稳定,骨干员工留下来。

**Q:IP 储备?**

A:在动漫、电影领域,可以说,公司的 IP 储备是整个行业其他很多公司储备的总和。保证公司未来在内容领域的竞争力。IP 储备和进入动画行业,都是大的趋势。美国的传媒娱乐发展史,对我们很有启发。我们在用四分之一的時間,在走美国产业的发展过程。我们是高度压缩、高频率的发展阶段。

我认为,未来 1 年,会发生百亿级别的影视剧公司的并购。2-3 年内,会发生几百亿级别的影视剧内容公司的并购。这些都是美国过去发生过的事情。5 年以后,中国的光线这类型的公司,市值可以达到几千亿的规模。这也需要靠并购,需要渠道和内容的合作。用户并不是一切,好的内容才是整个行业的驱动力。并购的发生,更多是内容并购渠道。在美国就是这么做过来的。

**Q:目前公司没有 to C 的渠道,如何考虑?**

A:渠道有当然有渠道的价值。例如湖南卫视。光线没有说不做渠道,只是什么时候做,用什么方式做。目前我们可以通过先看网,做一个纯付费的渠道。有一些做不了的,那就可以并购。并购取决于市场机会。国际上,新闻集团、维亚康姆公司,在传媒娱乐集团里面发展比较快,就是因为股权比较集中,决策相对比较快。

在互联网里面,可能有平等的并购,例如滴滴快的。但是在娱乐内容行业,不会有这种。如果光线有 1,000 亿的市值,我就会去收购 300 亿市值的公司。美国产业亦是如此,如果一旦有一家公司开始进行大体量的收购,其他公司就会迅速跟进。中国会有机会出现世界级的传媒娱乐集团。目前迪斯尼 1,500 亿美金,时代华纳 1,000 多亿美金,中国也有这样的机会。

**Q:影游联动?**

A:影游联动该做的时候一定会做。

**Q:中国观众的消费习惯? 付费习惯?**

A:中国的市场已经发生了改变,目前很多互联网业务已经开始收费了。中国观众为内容付费不是问题。中国有线电视收视费价格便宜,电视业务和美国电视业务有所不同。目前美国的传媒娱乐集团最大的收入来源还是电视。中国民营的娱乐公司走向了互联网,这恰恰是中国公司的优势。渠道会不断变化,但是内容一直存在。内容虽然分散,很难做到最大,但是可以做得长久。渠道可以瞬间做得很大,但是充满风险。

**Q:动画电影制作周期为什么非常长?**

A:因为技术复杂,动画电影每一帧都需要比较长的时间进行制作。动画电影制作环节很长,但是可以不依赖明星,但是可以进行续集创作。衍生收益也非常大。一块钱票房可以带来10块的衍生收入。

**Q:中国电影产业增速放缓?**

A:中国票房达到1,000亿会有天花板。预计1,000亿会在2019、2020年左右。那时候,中国影院的银幕数量会超过美国。而人均观影人次不可能一直上升,城市人口一直相对固定。中国电影目前很多资金人才涌入,这是好的现象。但是注定会有很多电影赔钱。

**Q:《横冲直撞好莱坞》是国际化的尝试?**

A:《横冲直撞好莱坞》是一个有教训的项目,提醒我们如何做国际化、找什么样的项目。虽然带来了亏损,但是它出现得比较早。让我们看到了可能的风险。后来适当调整了海外的项目。不是不做,但是合适的、好的,会去做。并不是谁不做谁就落伍了。

**Q:《寻龙诀》特效是由韩国完成,有没有考虑投资一些特效公司?**

A:在影视剧专业技术服务层面,我们这种公司未必要去做投资。我们可以去投资IP、投资有原创能力的公司。但是在其他辅助领域,我们会更谨慎。这种公司的项目持续性等问题。光线要做的是,有竞争力的核心的环节。

## 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容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。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)68604866  
传真:(8621)58883554

## 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)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通10省市客户请拨打：108008521065  
中国电信21省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 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)39886333  
传真:(852)21479513

### 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8层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道1270号202室  
NY10020  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 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)66926829 / 65345587  
传真:(65)65343996 / 65323371