

推荐（首次）

**骅威文化（002502）深度报告**

风险评级：一般风险

全面转型后仍被低估，业绩后劲充足

2017年3月30日

**投资要点：**
**冯显权**

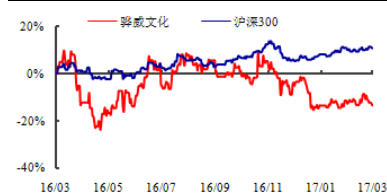
SAC 执业证书编号：

S0340514100001

电话：0769-22115935

**主要数据 2017年3月29日**

收盘价(元)	11.62
总市值(亿元)	99.91
总股本(百万股)	859.83
流通股本(百万股)	486.97
ROE (TTM)	9.61%
12月最高价(元)	30.95
12月最低价(元)	11.10

**股价走势**


资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

**相关报告**

- 核心逻辑：**公司通过收购影视企业梦幻星生园、游戏公司第一波以及风云互动，并剥离玩具业务，全面转型泛娱乐集团。根据2016年披露的数据，电视剧业务以及游戏业务的盈利水平对应的估值之和高于目前市值，表明公司目前被市场低估。此外，考虑到梦幻星生园具有丰富、优质的IP储备，未来几年维持较快增长不成问题，游戏方面整合第一波以及风云互动将实现盈利水平的稳步提升。因此，无论是站在2016年盈利水平，还是未来几年的增长预期，公司都具备良好的投资价值。
- 电视剧业务盈利能力强，并具有持续性。**梦幻星生园走精品剧路线，出品少而精，兼具收视与口碑，历史业绩相当优秀。业务上梦幻星生园具有经验丰富的策划团队及高效的营销团队，并拥有众多具备号召力的IP资源，这些因素决定了电视剧业务具有很强的盈利能力。我们预计2017-19年可产生营业收入6.13\7.31\8.64亿元。
- 游戏业务实力强，具备良好的盈利前景。**第一波以及风云互动已向市场证明具备优秀的产品开发及市场拓展能力，历史业绩表明第一波呈现很好的成长性，已顺利完成业绩对赌。全资并购风云互动后，未来公司游戏业务将进一步拓宽产品线，并加入联运代理业务，盈利能力进一步加强。
- 盈利预测与投资建议。**通过对可比行业公司估值分析，我们认为上市公司合理市值为114.39亿元。按照17年3月29日收盘价计算，目前上市公司市值为99.91亿元，因而，我们认为骅威文化被低估。此外，根据我们的逻辑及计算，公司2017-19年仍将实现较快增长，对应PE 30/23/18X，因此，给与骅威文化“推荐”评级。

**主要财务指标预测表**

单位(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万)	812	1,005	1,258	1,547
增长率(%)	37.54%	23.67%	25.21%	23.03%
净利润(百万)	303	334	433	550
增长率(%)	151.78%	10.06%	29.90%	27.01%
净利率(%)	37.3%	33.2%	34.4%	35.6%
PE	33	30	23	18

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

## 目录

1. 剥离玩具业务，全面转型 .....	3
2. 电视剧业务盈利能力强，并具有持续性 .....	4
2.1 梦幻星生园业绩优异 .....	4
2.2 具备成熟的开发体系 .....	5
2.3 丰富的 IP 储备保证盈利的持续性 .....	6
3. 游戏业务实力强，具备良好的盈利前景 .....	6
3.1 并入第一波，踏出游戏布局第一步 .....	6
3.2 收购风云互动少数股权，进一步加强游戏板块 .....	7
3.3 影游联动低调前行 .....	7
4. 估值及投资建议 .....	8
4.1 业绩预测 .....	8
4.2 估值 .....	8
5. 风险提示 .....	9

## 插图目录

图 1：2015 年公司业务占比 .....	3
图 2：2016 年上半年公司业务占比 .....	3
图 3：2008-16 年公司玩具收入增速（%） .....	4
图 4：2010-16 年玩具业务毛利率走势及对比（%） .....	4
图 5：公司部分出品的电视剧 .....	5

## 表格目录

表 1：梦幻星生园财务状况（单位：万元） .....	4
表 2：梦幻星生园储备的部分重要 IP 资源 .....	6
表 3：第一波热门游戏 .....	7
表 4：同业估值比较 .....	8

## 1. 剥离玩具业务，全面转型

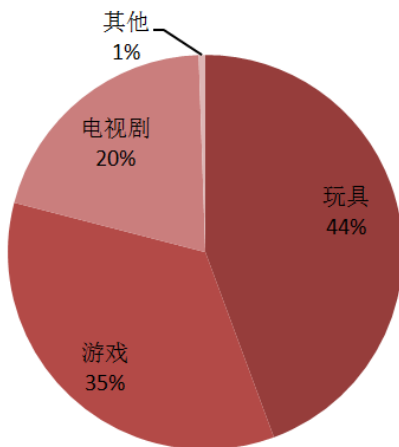
公司是国内玩具行业知名的龙头企业之一，主要致力于玩具的研发、生产和销售，产品种类丰富，包括智能玩具、塑胶玩具、模型玩具、动漫玩具和其他玩具等，其中，智能玩具的研发技术优势明显，在行业内具有很高的知名度。

2015年前，公司业务均为传统玩具业务，2014年公司收入4.76亿元，全为玩具业务贡献，占比最多的是智能玩具，收入2.01亿元，占比42%，塑胶玩具及动漫产品收入占比则分别为21%及13%。

2014年末公司完成对第一波的收购，业务版图延伸至游戏业务；2015年9月末完成收购梦幻星生园，对价12亿元，公司完成了业务转型的基本框架，业务重心转向轻资产、高盈利的传媒产业。

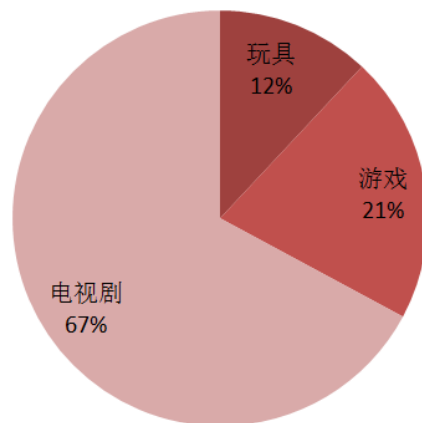
转型后，2015年玩具、游戏以及电视剧三大业务板块营收占比分别为44.37/34.68/20.41%，2016年H1，三大业务占比变化为11.95/20.82/66.98%，玩具业务收入占比急剧下滑。

图1：2015年公司业务占比



数据来源：公司年报，东莞证券研究所

图2：2016年上半年公司业务占比

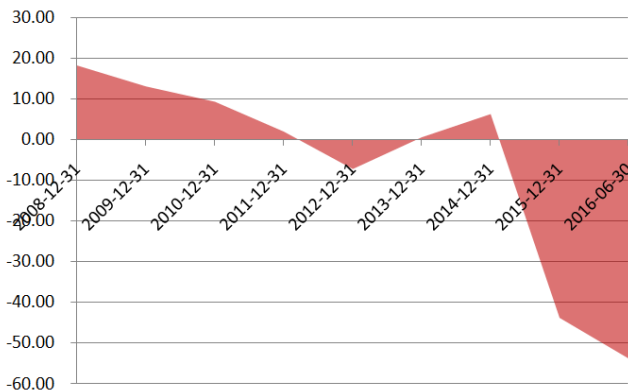


数据来源：公司半年报，东莞证券研究所

玩具业务近年盈利能力大幅削弱，2011年后收入增速降至个位数，15年及16H1业务范围大幅收缩，收入增速大幅下挫。与此同时，受到行业容量趋于饱和以及人力、资源等成本上涨压力，玩具业务毛利率难见起色，过去5年一直维持在22%左右的位置，2015年玩具业务亏损4436.11万元，2016H1续亏。

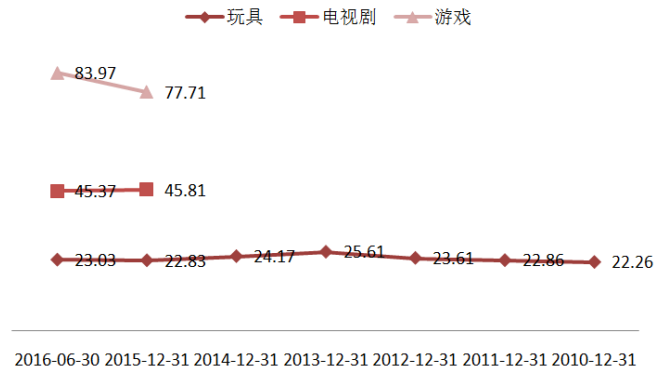
16年9月，公司宣布将玩具业务子公司骅星科技作价1.86亿元售予公司控股股东，至此，公司将玩具业务完全剥离，并就此项交易将使合并层面确认6819.72万元投资收益，公司业务将全面转型为电视剧制作及游戏业务，消除低毛利业务的侵蚀，公司有望展现更强的盈利能力。

图3：2008-16年公司玩具收入增速（%）



数据来源：公司财报，东莞证券研究所

图4：2010-16年玩具业务毛利率走势及对比（%）



数据来源：公司财报，东莞证券研究所

## 2. 电视剧业务盈利能力强，并具有持续性

### 2.1 梦幻星生园业绩优异

上市公司目前从事电视剧业务主体为梦幻星生园，主攻言情剧细分市场，针对 18 至 35 岁女性观众，贴合“年轻化、白领化和女性化”群体需求进行剧集摄制。2015 年公司摄制并发行了《偏偏喜欢你》、《寂寞空庭春欲晚》、《煮妇神探》以及网剧《匆匆那年：好久不见》；2016 年出品了《放弃我，抓紧我》以及《那片星空那片海》第一季，剧集播出后均取得不俗收视。

盈利能力方面，公司业绩处于爆发期。依托出品电视剧的优异品质以及强大市场号召力，梦幻星生园 2014-16 年的业绩表现非常优秀，实现营业收入 0.95\3.11\4.36 亿元，实现净利润 0.12\1.08\1.7 亿元，收入以及净利润增长迅速。

根据上市公司与交易对方签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》有关业绩承诺的有关条款，原股东承诺梦幻星生园 2015-17 年度实现的扣非净利润分别不低于 10,000.00/13,400.00/16,525.00 万元。16 年末，梦幻星生园实现归母净利润 1.7 亿元，若不考虑业绩奖励计提，则实现归母净利润 1.79 亿元，已超额完成 2016 年业绩承诺。

表 1：梦幻星生园财务状况（单位：万元）

	2016年	2015年	2014年	2013年
资产总额	63680.56	41749.03	21,561.15	14,967.68
负债总额	16851.11	11891.93	10,960.96	6,899.62
所有者权益	46829.45	29857.10	10,600.19	8,068.07
营业收入	43570.47	31109.38	9,459.82	9,965.84
营业利润	16137.92	12097.75	1,283.76	2,230.07
净利润	16972.35	10832.90	1,235.17	1,855.99
毛利率	43.82%	45.81%	44.06%	45.48%

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2.2 具备成熟的开发体系

梦幻星生园拥有一套成熟的开发体系，从上游 IP、摄制到发行均由专业且具丰富经验人士把控。

任海燕（桐华）、汤攀晶以及虞怡是梦幻星生园的“铁三角”。其中，桐华为业界著名的网络小说作家，创作了《步步惊心》、《最美的时光》、《大漠谣》、《云中歌》、《曾许诺》、《长相思》等高人气作品，并策划《金玉良缘》、《抓住彩虹的男人》、《偏偏喜欢你》等电视剧。

汤攀晶为业界经验丰富的发行人，2002 年进入影视行业从事发行工作，先后在长城影视公司和横店影视公司担任发行总监。虞怡在 1996 年至 2006 年负责浙江电视台栏目及电视剧制片工作，是业界资深制作人。

公司的开发体系主要分为创作、摄制以及发行三个关键阶段。在创作策划阶段，由董事长汤攀晶、创意总监桐华和文学部根据对观众和电视台的调研以及对市场的预测和把握进行项目创意，创作项目策划案和项目可行性分析，最大限度地把握及预测项目的盈利前景。项目立项后，由资深制片人虞怡负责电视剧的拍摄制作业务。发行阶段，依托公司多年业务积累，与一二线卫视以及网络平台对接，实现电视剧收入最大化。

图 5：公司部分出品的电视剧



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

相对而言，公司强于创作与发行。创作方面有充足 IP 储备，并有资深创作人才坐阵。发行方面，公司拥有完善的发行网络，电视剧通常采用“直接上星”的销售模式，即电视剧取得发行许可证后直接由首轮卫视播出，而且首轮卫视都是一线平台，如湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、东方卫视等，首轮都是独家播出或两家联播，保证首轮播映产生最大的曝光度以及利润。此外，公司与奇艺网、搜狐和 PPTV 等网络视频媒体建立了良好的合作关系，形成了较为完整的电视剧发行网络。

### 2.3 丰富的 IP 储备保证盈利的持续性

公司储备丰富 IP 资源以待开发，包括《祸国》、《裂锦》、《琥珀森林》、《江湖异闻录》等。此外，桐华名作《长相思》的电视剧改编权已于 16 年 4 月到期，电视剧《长相思》可能已经完成拍摄。

表 2：梦幻星生园储备的部分重要 IP 资源

作品名称	作者署名	作者原名	许可内容	许可期限	许可方式
男嫁时代	孙明一	孙明一	电影、电视剧、网络剧改编权；复制权；摄制权	2012. 4. 9至2022. 4. 8	独家
千妖百魅	饭卡	林子	电影、电视剧、网络剧的复制权、改编权；摄制权	2014. 3. 6至2022. 3. 5	独家
江湖异闻录	本少爷	汤洪波	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
琥珀森林	十四阙	邱剑平	电视剧剧本改编权、电视剧拍摄权	2011. 10. 24至2019. 10. 23	独家
张天师	彭闾	彭闾	除专项劳务署名权之外的该小说的所有权利	自小说最终定稿之日起8年	独家
祸国	十四阙	邱剑平	电视作品改编权；摄制权	2010. 6. 28至2020. 6. 27	独家
裂锦	匪我思存	艾晶晶	电视作品改编权；拍摄权；	2010. 6. 30至2020. 6. 29	独家

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

## 3. 游戏业务实力强，具备良好的盈利前景

### 3.1 并入第一波，踏出游戏布局第一步

除了影视板块外，公司打造泛娱乐集团的另一大举措是在游戏方面进行大力布局，公司的设想是通过影游联动，在各自板块自身增长的情况下，提升板块之间的关联度，进而达到业务互助共进的状态。

公司通过收购第一波科技走出布局的第一步。第一波以“网络文学+游戏”为发展模式，通过与网络知名作家合作，对优质 IP 进行商业化，打造热门由网络文学改编的游戏。目前公司已经与唐家三少、我吃西红柿、天蚕土豆等多名网络小说作家建立紧密合作关系，打造了多款建立在上述作家知名网络小说基础上的热门网络游戏，包括《唐门世界》、《绝世天府》以及《莽荒纪》。

表 3：第一波热门游戏

	IP授权作家	类型
唐门世界	唐家三少	手游
莽荒纪	我吃西红柿	手游+页游
莽荒纪2	我吃西红柿	手游+页游
雪鹰领主	我吃西红柿	手游+页游
斗罗大陆3D	唐家三少	页游

数据来源：公司公告，东莞证券研究所

此外，《雪鹰领主》手游 IOS 版本和安卓版本分别于 16 年 7 月 12 日和 7 月 29 日上线运营，页游已于 2016 年 7 月 21 日上线运营。第一波还将计划研发一款回合制手游《逐风者之怒》，计划在今年内上线运营。

根据收购方案，第一波原股东承诺 2014-16 年度实现的净利润（扣除非经常性损益后的净利润）分别不低于 8,000/10,400/13,000 万元，其中 2014 年度第一波超额完成业绩承诺。不考虑业绩奖励计提影响，2015 以及 16 年第一波实现归母净利润分别为 10809.23/13339.48 万元，扣非后分别为 10755.01/13329.48 万元，已顺利完成业绩承诺，游戏业务呈现的高盈利能力保证公司业绩增长。

### 3.2 收购风云互动少数股权，进一步加强游戏板块

16 年 12 月公司完成对风云互动 49% 少数股东权益收购，对价为现金 3.12 亿元，风云互动成为公司的全资子公司。风云互动将围绕 ARPG 游戏项目为核心，不断沉淀积累经验，打造具有风云特色的创新型 ARPG 玩法和包装的游戏，并布局多种类型游戏，持续拓展 H5 游戏领域，将公司打造成为拥有多项核心研发技术的综合型游戏公司。

风云互动研发能力强，盈利前景乐观。公司年报披露，风云互动研发项目包括 H5 游戏《热血修仙》、《智力大作战》、《莽荒纪-纪宁传奇》、《风云捕鱼高手》、《校花的贴身高手》、《雪鹰领主》等，页游《风云捕鱼高手》、《斗罗大陆之史莱克七怪》、《莽荒纪 2》、《新校花的贴身高手》，手游《风云捕鱼高手》等。其中页游《风云捕鱼高手》已在腾讯平台上线测试，《智力大作战》游戏上线测试对接中，其他游戏将根据研发进度安排上线测试、运营。

根据收购报购书，原股东共赢投资、和赢投资、火力前行承诺风云互动 2016-19 年实现的净利润不低于 4500/ 5625/6750/7830 万元。不考虑业绩奖励计提影响，风云互动 2016 年实现归母净利润 4777.73 万元，扣非后 4780.32 万元，超额完成当年业绩承诺。预计完全并表后将有效提高游戏业务表现。

### 3.3 影游联动低调前行

第一波围绕《莽荒纪》IP 的产业链条全面展开，在手游、页游以及网络动画已完成开发情况下，电影版正密锣紧鼓地开发，由第一波与光线传媒共同投资设立的子公司霍尔果斯光威影业将投资拍摄《莽荒纪》电影，预计将于 18 年上映。另一方面，《雪鹰领主》全版权运营于 16 年上半年开始，《雪鹰领主》电视剧、电影已与潜在合作伙伴进行初步洽谈。

## 4. 估值及投资建议

### 4.1 业绩预测

由于电视剧以及游戏业务为公司最重要的两大业务，因此我们仅考虑梦幻星生园、第一波以及风云互动对合并报表的影响。

电视剧业务方面，参考收购报告数据并且考虑到最近一年头部及精品电视剧售价大幅飙升，我们预计取得发行许可证后，电视剧通过首轮黄金时间、网络渠道、二轮及以下方式出售，单集售价合计可以达到 400 万元左右，较公司收购测算上涨 17.65%，以每年完成摄制、出售 3-4 部产量计算，估计 2017-19 年可产生营业收入 6.13/7.31/8.64 亿元。

游戏业务方面，第一波在游戏研发有深厚积累，去年开始从事联运业务，联运代理了多款游戏，新业务对业绩产生积极影响。另一方面，按照 16 年数据，风云互动少数股东权益并入公司后，游戏业务净利润将直接提高 20%。因此，考虑到第一波自身业绩增长以及全资收购风云互动影响，预计 2017-19 年游戏业务合并营业收入增速为 45%/35%/30%，对应营业收入为 3.9/5.07/6.85 亿元。

按照 2016 年电视剧及游戏业务毛利率及费用占比计算，预计上市公司 2017-19 年实现归母净利润分别为 3.34/4.33/5.5 亿元，年增长率为 10.1%/29.9%/27.0%。2017 年业绩增长大幅低于 16 年及 17Q1 预测值的主要原因是上市公司 16 年 9 月将玩具业务出售，并取得 6819.72 万元投资收益，占当年归母净利润 22.44%，若剔除此项收益，则 2017 年预计净利润增长 42.13%。

### 4.2 估值

我们分别计算电视剧以及游戏业务的估值均值。对于电视剧板块，我们选取华策影视、当代东方（电视剧收入占比超 70%）、唐德影视（电视剧收入占比 70%）；游戏业务方面，我们选取三七互娱、完美世界、游族网络、掌趣科技、昆仑万维、恺英网络。

表 4：同业估值比较

电视剧板块			游戏板块		
代码	名称	2016PE	代码	名称	2016PE
300133	华策影视	42	002555	三七互娱	41
000673	当代东方	56	002624	完美世界	32
300426	唐德影视	62	002174	游族网络	42
			300315	掌趣科技	47
			300418	昆仑万维	44
			002517	恺英网络	31
	<b>PE均值：</b>	<b>53</b>		<b>PE均值：</b>	<b>39</b>

数据来源：wind，东莞证券研究所



由于电视剧板块可比标的数量较少，因此，我们认为电视剧业务估值应合理地采用龙头华策影视估值。上市公司 2016 年电视剧业务实现归母净利润为 1.7 亿元，游戏业务实现归母净利润为 1.62 亿元。考虑可比公司估值水平，上市公司估值为： $1.7*42+1.62*39=134.58$  亿元。考虑上市公司非专一业务会导致估值折价，因此，我们认为上市公司合理市值为： $134.58*85%=114.39$  亿元。按照 17 年 3 月 29 日收盘价计算，目前上市公司市值为 99.91 亿元，因而，我们认为骅威文化被低估。

以上情况只针对 2016 年已实现的业绩情况，实际上，按照我们上述逻辑及测算，公司 2017-19 年仍将实现较快增长，对应 PE 30/23/18X，因此，给与骅威文化“推荐”评级。

## 5. 风险提示

业务整合不及预期；影视市场政策出现不利变化；游戏业务进展低于预期等。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
项目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	项目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	812	1,005	1,258	1,547	净利润	332	337	437	555
营业成本	372	409	496	594	折旧与摊销	45	36	40	45
营业税金及附加	7	9	11	14	财务支出	1	0	0	0
销售费用	33	40	50	62	投资损失	-81	0	0	0
管理费用	143	177	222	273	净营运资本变动	0	-105	-259	-206
财务费用	-17	-13	-17	-24	经营活动现金流	296	267	513	540
资产减值损失	19	20	25	31	资本支出	-506	-170	-47	-51
其他经营收益	82	0	0	0	其它投资	406	0	0	0
营业利润	337	362	470	597	投资活动现金流	-100	-170	-47	-51
利润总额	356	362	470	597	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	24	25	33	42	债券融资	199	0	0	0
净利润	332	337	437	555	股利分配及其它	-1	-0	0	0
减 少数股东损益	29	3	4	5	筹资活动现金流	198	-0	0	0
归母公司净利润	303	334	433	550	货币资金净变动	395	97	466	489
资产负债表					主要财务比率				
项目(百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	803	900	1,366	1,855	成长能力(YOY)				
应收账款	114	201	252	309	营业收入	37.5%	23.7%	25.2%	23.0%
预付账款	27	37	45	53	营业利润	168%	7.5%	29.9%	27.0%
存货	296	282	342	410	归母公司净利润	151.8%	10.1%	29.9%	27.0%
其它	132	52	62	74	盈利能力				
流动资产合计	1,373	1,471	2,066	2,702	销售毛利率	54.2%	59.3%	60.6%	61.6%
长期股权投资	179	180	190	200	销售净利率	37.3%	33.2%	34.4%	35.6%
固定资产合计	92	90	88	86	ROE	10.5%	9.6%	10.8%	12.0%
长期待摊费用	16	14	13	11	ROIC	3.8%	8.1%	10.5%	11.8%
其它	1,952	1,947	1,946	1,946	偿债能力				
非流动资产合计	2,239	2,231	2,237	2,243	资产负债率	12.3%	5.4%	5.7%	6.1%
资产总计	3,612	3,702	4,304	4,945	流动比率	4.53	7.41	8.37	8.94
短期借款	0	0	0	0	速动比率	3.12	5.73	6.73	7.34
应付账款	30	29	35	42	营运能力				
预收款项	150	141	176	217	资产周转率	0.23	0.27	0.31	0.33
其它	122	29	36	44	存货周转率	1.48	1.41	1.59	1.58
流动负债合计	303	199	247	302	应收账款周转率	3.84	6.38	5.56	5.52
长期借款	0	0	0	0	每股指标				
其它	142	0	0	0	每股收益	0.35	0.39	0.50	0.64
非流动负债合计	142	0	0	0	每股经营现金流	0.34	0.31	0.60	0.63
负债合计	445	199	247	302	每股净资产	3.67	4.06	4.70	5.38
股本	860	860	860	860	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1,636	1,680	1,842	1,932	估值指标				
留存收益及其它	661	963	1,354	1,850	PE	32.92	29.91	23.02	18.13
所有者权益合计	3,157	3,503	4,057	4,643	PB	3.16	2.86	2.47	2.16
负债和权益总计	3,602	3,702	4,304	4,945	EV/EBITDA	30.46	22.67	17.72	14.15

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

请务必阅读末页声明。

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市場给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn