安信证券 ESSENCE SECURITIES

2017 年 11 月 13 日

东方明珠（600637.SH）

公司动态分析

证券研究报告

互联网

加速业务结构优化及战略整合，控股股东及高管增持彰显信心

投资评级 买入-A

维持评级

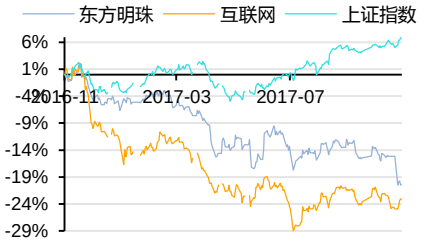
6 个月目标价： 24.2 元

股价（2017-11-10） 19.12 元

交易数据

总市值（百万元）	50,509.98
流通市值(百万元)	30,627.32
总股本（百万股）	2,641.74
流通股本(百万股)	1,601.85
12 个月价格区间	19.08/24.82 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.14	-13.21	-25.9
绝对收益	-7.77	-6.22	-18.5

焦娟 分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001

jiaojuan@essence.com.cn

021-35082012

相关报告

东方明珠：依托多渠道优势及内容资源，业绩平稳增长/焦娟	2017-08-30
东方明珠：引进头部主机游戏《索尼克 力量》，深化“娱乐+”生态布局/焦娟	2017-07-21
东方明珠：东方明珠：入股盖亚互娱，布局手游及电竞/焦娟	2017-06-23
东方明珠：东方明珠：全媒体+强内容+变现路径，协同性有效发挥打开业绩增长空间/焦娟	2017-06-13
东方明珠：与腾讯战略合作提升媒体渠道价值；与微软合作聚焦用户管理提升变现价值/焦娟	2017-06-13

■事件：

公司近日发布公告：控股股东层面，文广集团于 11 月 9 日通过集中竞价交易系统增持公司股票 104.58 万股，占公司总股本的 0.0396%，增持金额 1999.56 万元。自 2017 年 5 月 8 日至 11 月 9 日收盘，文广集团累计增持公司股票 386.67 万股，占公司总股本的 0.1464%，累计增持金额 7890.44 万元；董事长及高管层面，董事长王建军、总裁及公司法定代表人张炜于 11 月 8 日分别以个人自筹资金通过上交所买入公司股票 2.03 万股、1.04 万股，增持金额分别为 44.39 万、20.1 万；高级副总裁徐辉、副总裁许峰于 11 月 9 日分别以个人自筹资金通过上交所买入公司股票 7400 股、5200 股，增持金额分别为 14.23 万、9.89 万；副总裁何小兰于 11 月 10 日以个人自筹资金通过上交所买入公司股票 5000 股，增持金额 9.52 万。

■点评：

公司加速业务结构优化及战略整合，此次增持表明控股股东、董事长及高管对公司完成当期业绩承诺及未来发展充满信心。近期公司出售国际广告预计产生非经常性损益 7.18 亿，对冲减值风险同时长期有利于公司业务结构进一步优化，一方面公司将理清与控股股东之间各自经营的媒体广告业务，降低关联交易规模，另一方面公司积极加快业务战略整合，广告经营业务正由经营第三方流量为主转变为立足于全媒体流量优势深度经营，转让国际广告有助于完善“娱乐+广告”生态闭环。同时公司与杨浦滨江出资设立东方明珠（上海）投资有限公司（公司出资 11 亿，占股 91.67%），进一步推进战略整合、加速外延发展，预计公司将借助该平台优化资产及资源配置，布局前瞻性技术，发掘优质项目及团队，抢占优质并购标的的同时预计也将为公司实现可观投资收益，提高资金回报率及盈利能力。

短期媒体渠道业务业绩稳步释放，长期关注协同效应充分发挥。2018 年公司价值提升路径愈发清晰，短期公司全媒体渠道业务保持较高增速有力支撑公司业绩，长期公司以线上亿级及线下千万级用户会员体系为核心，背靠大股东 SMG 资源不断拔高影视、游戏等内容优势，预计与公司各业务板块如电视购物、广告营销、文化旅游等有效发挥协同效应，构建“娱乐+”生态闭环，未来公司业绩增长空间大。

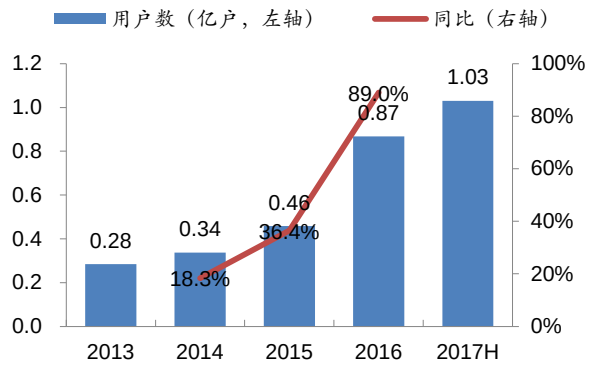
本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

短期看，公司全媒体渠道用户规模不断提升，业绩稳步释放。

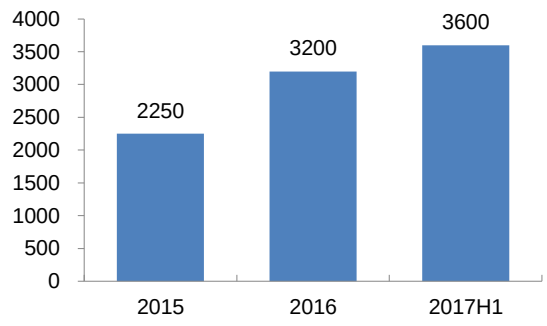
- IPTV 方面，公司拥有全国内容播控牌照，预计将受益于 IPTV 行业高增速。2015 年以来电信运营商力推 IPTV 业务，IPTV 用户规模持续增长，2017 年上半年总用户规模达到 1.03 亿，环比增长约 18%，对标有线电视 2.39 亿有效用户规模峰值，我们预计 IPTV 用户规模仍具 1-2 亿的增长空间，未来 2-3 年仍将持续增长。报告期内，公司 IPTV 有效用户数达到 3600 万，环比增长 12.5%，基本匹配行业增速，预计公司 IPTV 有效用户规模持续增长较为确定。公司 IPTV 业务毛利率较高，2017 年上半年同比提高了 3 个百分点至 57%，随着 IPTV 付费生态完善及用户付费习惯养成，用户规模增长叠加 ARPU 值提高，预计全年 IPTV 业务营收增速有望进一步提高，为公司全年业绩带来较大弹性；未来 IPTV 用户规模持续增长将为公司提供巨大且高质稳定的用户流量基础，公司有望以 IPTV 为核心阵地，打通线上线下变现路径，嫁接包括旅游、健康、教育等万亿级衍生市场。

图 1：2015 年以来，IPTV 行业用户规模高速增长



资料来源：工信部，安信证券研究中心

图 2：东方明珠 IPTV 用户规模（万人）



资料来源：公司公告。安信证券研究中心

表 1：2017 年东方明珠业绩弹性敏感性分析

	悲观预期	中性预期	乐观预期
2019 年预测 IPTV 用户规模（亿）	1.5	2	2.5
年复增长率	20.03%	32.12%	42.32%
IPTV 用户规模（亿户）	3841	4228	4554
IPTV 营业收入（亿）	23.09	25.42	27.38
IPTV 毛利（亿）	11.55	12.71	13.69
IPTV 贡献业绩弹性	3.79%	6.07%	8.00%

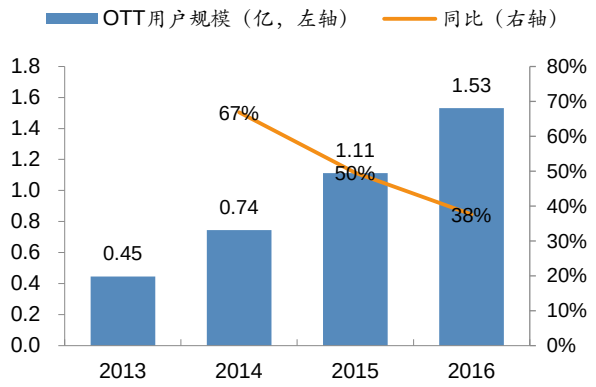
资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

- OTT 方面，公司系全国七家互联网电视播控平台运营商之一，具有全国互联网电视集成播控牌照与内容服务牌照，预计也将受益于行业高增速。2017 年上半年公司 OTT 用户规模达到 2100 万，相比 2016 年底增加 120 万。受益于行业高增速及公司业务层面着力推广，2017 年上半年 OTT 业务营收保持高速增长，实现营收 3.86 亿，同增 46.77%。目前该项业务还处于拓展期，公司将继续加大投入力度，机顶盒、技术研发费及版权等投入成本持续增加，导致目前毛利率为负，随着公司 OTT 业务逐渐成熟，预计营业成本将下降，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

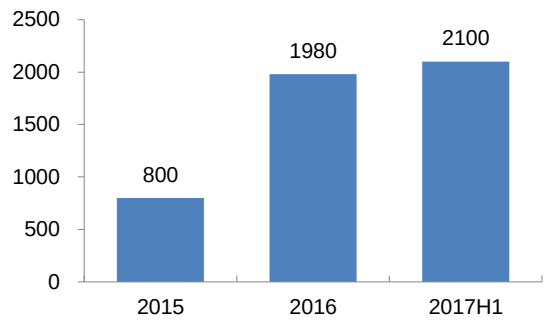
毛利率将回归正常水平。

图 3：2013-2016 年 OTT 用户规模及同比



资料来源：流媒体网，安信证券研究中心

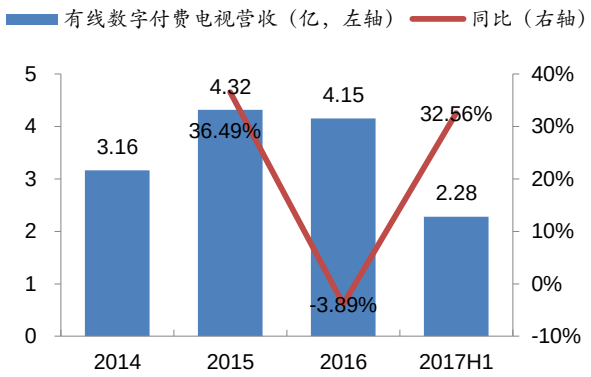
图 4：东方明珠 OTT 用户规模（万人）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

- 有线数字付费电视方面，受益于增值服务付费生态完善及用户付费习惯养成，预计未来业绩持续超预期。公司有线数字付费电视业务增值服务收入大幅增加，2017 年上半年营收规模及增速超预期，分别为 2.28 亿，32.56%。现阶段公司围绕内容着力开发 IPTV 及有线数字电视增值服务，预计未来有线数字电视增值服务将持续超预期。

图 5：2017 年公司有线数字付费电视业务超预期

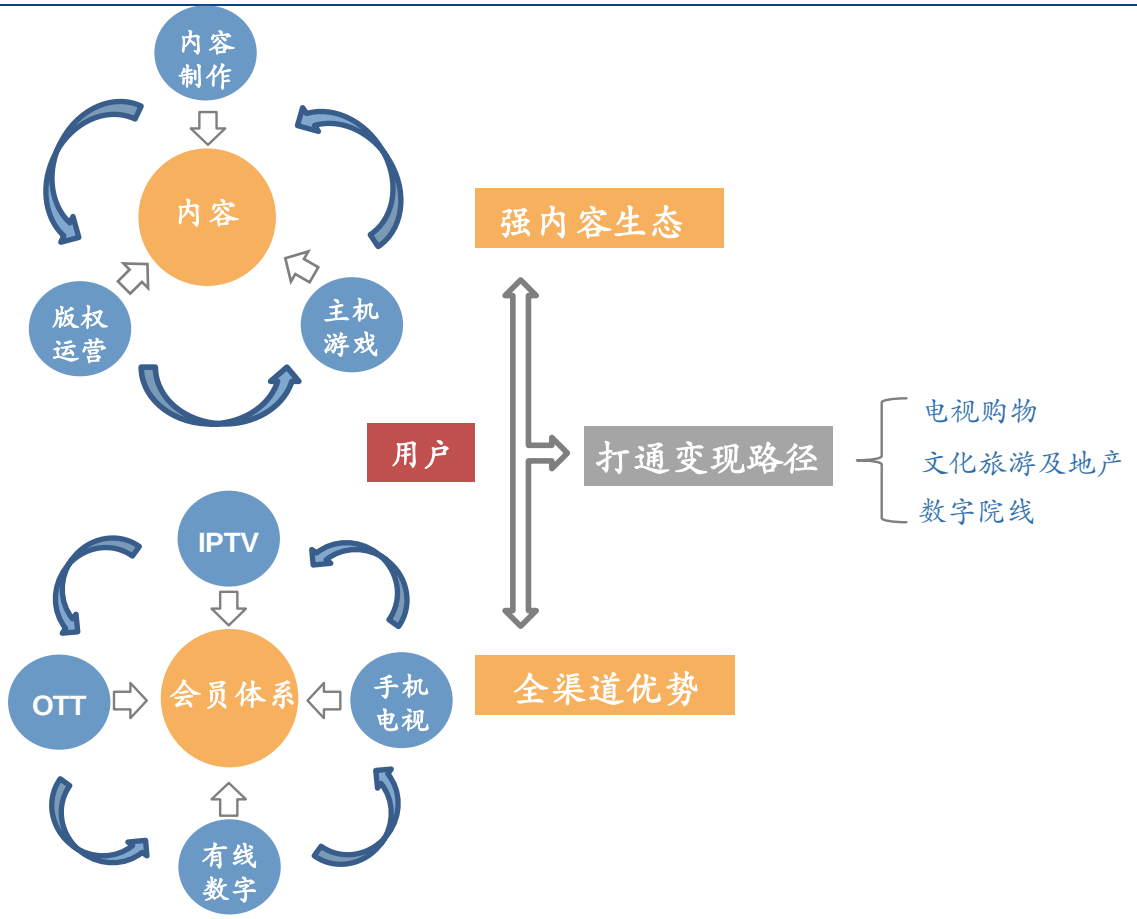


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

长期看，公司将立足于全媒体渠道优势，不断拔高影视、游戏等内容资源优势，提升公司影响力同时提高用户粘性，实现巨大用户流量向其他各业务板块导流，预计将充分且有效发挥协同效应。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 6：全渠道+强内容，打通线上线下变现路径



资料来源：安信证券研究中心整理

- 内容制作方面，公司运营主体为尚世影业，推出影视剧守正出奇，具备打造爆款的能力，如 2009 年推出的《蜗居》。2017 年上半年，公司推出经典日剧 IP 改编电视剧《求婚大作战》、联合腾讯视频推出首部网络定制剧《约会恋爱究竟是什么》；与 BBC EARTH 联合制作并发行自然纪录片《地球：神奇的一天》（内地累计票房 4286 万，纪录片票房前三），去年与迪士尼制作的记录电影《我们诞生在中国》（内地票房 6657 万，纪录片票房第一）也成功登陆北美院线。
- 版权运营方面，公司运营主体为五岸传播，目前公司版权事业群拥有电影、电视剧、体育、少儿动漫及纪实五大王牌内容产品，总计超过 120 万小时。电影方面，公司累计拥有电影版权超 4 万部，全年超 5000 部，包括每年 300 部院线片，覆盖主流高票房、高豆瓣评分电影；电视剧方面，公司全年拥有电视剧版权超 2 万集，覆盖主流卫视及央视 90%的热门电视剧；体育方面，公司全年拥有赛事直播超过 3000 场，包括 1300+场 NBA 及 380+场英超高清直播赛事；少儿动漫方面，公司覆盖全球 8 大品牌儿童节目，每年累计更新儿童节目超过 3000 小时；纪实方面，公司覆盖全球 4 大顶级纪实品牌（国家地理、历史频道、BBC、Discovery）,包括 800 部超过 5000 小时的精品纪录片，每年更新超过 3000 小时。2017 年上半年，公司耦合 SMG 内容资源及携手国内外顶尖内容方，进一步巩固体育、电影、电视剧、少儿动漫、纪

实 5 大王牌内容产品，成功引入包括 HBO《权利的游戏》（第七季）、NBA 新一轮全赛事及 BBC《Top Gear》等精品内容；成功获取《极限挑战》、《天籁之战》等多个 SMG 核心综艺版权产品的发行权并实现 BesTV 平台播出。

- 游戏方面，公司系国内最大的主机游戏发行厂商，依托与全球两大游戏主机商微软 Xbox、索尼 PlayStation 的合作，公司主机游戏营收表现出色，未来有望成为公司业绩增长亮点。2016 年，公司完成双平台“双百”目标（100 万用户、100 款游戏），实现《最终幻想 15》（Final Fantasy 15）国行双平台数字版、光盘版的全球同步发行。2017 年，公司继《最终幻想 15》之后引入另一款头部主机游戏《索尼克：力量》，预计将进一步增厚公司游戏业绩，且其强 IP 属性有望与公司线上线下各项业务形成有效协同，走通衍生变现的市场价值。游戏研发方面，2017 年公司参股盖亚互娱 25.5%，补强手游研发及发行能力，因公司具备接触顶级影视及游戏 IP 的先天优势，未来公司具备打造爆款游戏的可能。

■投资建议：短期媒体渠道业务有力支撑公司业绩保持稳定，长期公司有望围绕多渠道会员体系打通线上线下变现闭环，考虑国际广告计提减值准备及出售国际广告影响后，我们预计公司 17/18/19 年净利润分别为 29 亿、32 亿、35.52 亿，对应 EPS1.10/1.21/1.34 元，参考同类可比公司给予 18 年 20 倍目标 PE，对应目标价 24.20 元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：市场竞争恶化、各业务协同效应无法发挥等风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	18,529.7	19,445.5	20,417.8	22,459.5	24,930.1
净利润	2,906.7	2,934.0	2,900.2	3,201.4	3,552.3
每股收益(元)	1.10	1.11	1.10	1.21	1.34
每股净资产(元)	9.46	10.03	11.01	12.04	13.28

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	18.7	18.5	18.7	17.0	15.3
市净率(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
净利润率	15.7%	15.1%	14.2%	14.3%	14.2%
净资产收益率	11.6%	11.1%	10.0%	10.1%	10.1%
股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.9%	0.5%
ROIC	117.1%	20.4%	12.2%	24.3%	21.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,529.7	19,445.5	20,417.8	22,459.5	24,930.1
减:营业成本	13,926.1	14,357.6	15,395.0	16,622.3	18,348.5
营业税费	323.5	464.0	487.2	488.0	577.1
销售费用	975.2	944.6	1,125.0	1,170.2	1,296.4
管理费用	1,228.6	1,203.2	1,306.7	1,438.7	1,545.7
财务费用	-30.4	-62.9	-66.0	-72.6	-80.6
资产减值损失	114.6	115.6	681.0	115.4	115.2
加:公允价值变动收益	0.4	-43.6	-43.6	-43.6	-43.6
投资和汇兑收益	1,603.0	1,363.6	1,483.3	1,423.4	1,453.4
营业利润	3,595.5	3,743.3	2,928.6	4,077.4	4,537.5
加:营业外净收支	300.5	247.7	987.1	260.9	267.5
利润总额	3,896.0	3,991.0	3,915.6	4,338.3	4,805.0
减:所得税	805.6	794.7	794.7	872.2	970.6
净利润	2,906.7	2,934.0	2,900.2	3,201.4	3,552.3

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	10,129.3	8,028.5	15,615.7	15,132.5	23,858.9
交易性金融资产	2.1	4.0	-	-	-
应收帐款	2,867.7	3,597.4	3,450.0	4,159.6	4,366.2
应收票据	288.9	533.6	197.5	494.7	130.6
预付帐款	766.0	1,300.8	592.8	948.3	970.2
存货	2,163.8	1,645.4	1,577.7	2,367.3	1,730.8
其他流动资产	6,273.7	7,268.3	4,546.1	5,907.2	5,226.7
可供出售金融资产	3,007.6	2,113.7	2,113.7	2,113.7	2,113.7
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	2,926.1	5,856.4	6,210.4	7,852.5	8,850.5
投资性房地产	428.7	648.3	663.3	673.3	678.3
固定资产	2,654.5	2,670.2	2,504.4	2,347.0	2,182.7
在建工程	118.2	90.7	133.5	128.1	89.0
无形资产	1,980.4	2,092.7	1,463.3	824.9	174.3
其他非流动资产	1,672.0	946.7	739.8	-1,007.2	-1,990.8
资产总额	35,279.0	36,796.6	39,808.3	41,942.0	48,381.1
短期债务	1,153.9	105.0	-	-	-
应付帐款	2,972.4	3,833.8	5,526.5	3,466.6	7,075.0
应付票据	299.0	621.0	219.5	412.5	386.4
其他流动负债	2,357.4	3,259.3	2,246.4	3,276.2	2,567.9
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	1,516.9	265.6	276.2	270.9	273.5
负债总额	8,299.6	8,084.7	8,268.6	7,426.2	10,302.7
少数股东权益	1,976.8	2,223.1	2,443.9	2,708.7	2,990.8
股本	2,626.5	2,641.7	2,641.7	2,641.7	2,641.7
留存收益	21,088.9	23,553.9	26,454.0	29,165.4	32,445.9
股东权益	26,979.4	28,711.9	31,539.7	34,515.8	38,078.4

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长性					
营业收入增长率	522.3%	4.9%	5.0%	10.0%	11.0%
营业利润增长率	387.3%	4.1%	-21.8%	39.2%	11.3%
净利润增长率	270.1%	0.9%	-1.2%	10.4%	11.0%
EBITDA 增长率	274.9%	3.7%	-17.0%	30.9%	9.8%
EBIT 增长率	416.2%	3.2%	-22.2%	39.9%	11.3%
NOPLAT 增长率	362.5%	4.2%	-22.6%	40.2%	11.2%
投资资本增长率	499.8%	28.9%	-29.6%	28.9%	-31.3%
净资产增长率	479.1%	6.4%	9.8%	9.4%	10.3%
利润率					
毛利率	24.8%	26.2%	24.6%	26.0%	26.4%
营业利润率	19.4%	19.3%	14.3%	18.2%	18.2%
净利润率	15.7%	15.1%	14.2%	14.3%	14.2%
EBITDA/营业收入	23.8%	23.5%	18.6%	22.1%	21.9%
EBIT/营业收入	19.2%	18.9%	14.0%	17.8%	17.9%
运营效率					
固定资产周转天数	30	49	46	39	33
流动营业资本周转天数	64	133	93	83	76
流动资产周转天数	255	415	426	441	471
应收帐款周转天数	36	60	62	61	62
存货周转天数	23	35	28	32	30
总资产周转天数	406	667	675	655	652
投资资本周转天数	164	307	281	241	207
投资回报率					
ROE	11.6%	11.1%	10.0%	10.1%	10.1%
ROA	8.8%	8.7%	7.8%	8.3%	7.9%
ROIC	117.1%	20.4%	12.2%	24.3%	21.0%
费用率					
销售费用率	5.3%	4.9%	5.5%	5.2%	5.2%
管理费用率	6.6%	6.2%	6.4%	6.4%	6.2%
财务费用率	-0.2%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	11.7%	10.7%	11.6%	11.3%	11.1%
偿债能力					
资产负债率	23.5%	22.0%	20.8%	17.7%	21.3%
负债权益比	30.8%	28.2%	26.2%	21.5%	27.1%
流动比率	3.32	2.86	3.25	4.05	3.62
速动比率	3.00	2.65	3.05	3.72	3.45
利息保障倍数	-117.33	-58.55	-43.37	-55.16	-55.31
分红指标					
DPS(元)	0.23	0.34	-	0.19	0.10
分红比率	20.8%	30.6%	0.0%	15.3%	7.7%
股息收益率	1.1%	1.7%	0.0%	0.9%	0.5%

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	3,090.3	3,196.3	2,900.2	3,201.4	3,552.3
加:折旧和摊销	879.9	918.2	933.4	962.3	994.7
资产减值准备	114.6	115.6	-	-	-
公允价值变动损失	-0.4	43.6	-43.6	-43.6	-43.6
财务费用	68.5	68.9	-66.0	-72.6	-80.6
投资损失	-1,603.0	-1,363.6	-1,483.3	-1,423.4	-1,453.4
少数股东损益	183.6	262.3	220.8	264.8	282.1
营运资金的变动	-7,530.2	-572.3	4,626.8	-4,504.7	4,440.0
经营活动产生现金流量	994.1	2,291.6	7,088.3	-1,615.8	7,691.5
投资活动产生现金流量	-8,351.6	-2,509.7	1,335.8	1,297.0	1,352.0
融资活动产生现金流量	7,829.1	-1,571.5	-836.9	-164.3	-317.1

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	1.10	1.11	1.10	1.21	1.34
BVPS(元)	9.46	10.03	11.01	12.04	13.28
PE(X)	18.7	18.5	18.7	17.0	15.3
PB(X)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
P/FCF	-7.2	-23.6	6.9	-154.3	6.2
P/S	2.9	2.8	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	20.2	11.8	10.1	7.9	5.7
CAGR(%)	3.9%	6.3%	63.8%	3.9%	6.3%
PEG	4.8	3.0	0.3	4.3	2.4
ROIC/WACC	11.2	2.0	1.2	2.3	2.0
REP	0.5	1.5	2.5	1.0	1.3

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯		

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。