

昆仑万维：升级为平台型公司，有望持续迭代自身成长曲线

■精品IP新游将持续上线,预计2018年游戏板块业绩将稳中有升。2018年公司有多款经典动漫IP改编作品上线,包括《死神》(日本三大漫,全球销量过亿)、《偷星九月天》、《轩辕剑》、《艾尔战记》等,同时公司前期推出的《龙之谷》、《神魔圣战》及闲徕互娱旗下的棋牌类游戏平稳运营。整体而言,我们预计2018年公司游戏板块业绩将稳中有升,新游上线后有望贡献明显业绩增量。

■Opera在用户规模及变现方面将持续发力。2017年推出基于AI智能推送的Opera news后,Opera预计将在商业变现方面持续发力,主要系:1)在现有3.5亿月活跃用户的基础上,稳步拓展用户基数,我们预计2018年月活用户有望达4亿;2)搭建商业推广及变现方面的团队,提高广告收入及利润率。Opera承诺2018-2020年净利润分别不低于4235、5506、7157万美元,基于我们预判的opera news用户规模持续增长、商业推广能力提升,我们认为信息流广告业务将助推Opera在2018年扭亏为盈,完成承诺业绩的概率大。

■作为垂直流量平台,Grindr变现潜力大,2018年关注其运营效率的提高。作为全球最大的同性交友平台,Grindr用户基数较大且粘性极强(日活跃用户350万,平均日使用时长54分钟),2018年公司将着重提升其运营效率,1)成本层面,调整人员结构及薪资水平,降低人力资源成本等运营成本;2)收入层面,丰富会员制度,进一步挖掘客户付费能力;3)2017年Grindr广告收入占比约30%,提升潜力大。

■公司独角兽属性突出。1)升级为平台型公司。通过收购全球最大第三方独立浏览器Opera与全球最大同性恋交友社区Grindr,公司由单纯的游戏发行制作商升级为兼具流量入口与垂直内容服务的平台型公司;2)运营实力被持续验证。公司收购Opera后,利用自身精准的商业推广及强大的变现能力,助力其商业变现能力于2017年下半年起提升明显,随着Opera运营数据在2018年的持续提升/优化,Opera将成为公司战略性的经营资产,且公司在Opera上的成功经验,有望加速提升Grindr的经营效率;3)布局了较多具备“独角兽”特质的公司。公司目前旗下有股权关系的公司包括趣店、映客、如涵电商、club factory、新世相、快看漫画等,互联网/移动互联网在内容、分发模式方面迭代速度快,公司对以上业务的布局,一方面将受益于投资收益;另一方面则对冲公司现有业务被降维打击的风险,有望在激烈的竞争中持续迭代公司自身的成长曲线。

■盈利预测:预计公司2017-2019年净利润分别为10.19、14.5、18.85

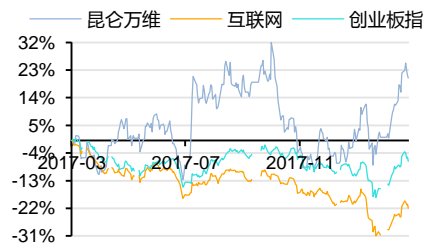
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价: **37.54元**
股价(2018-03-19) **28.08元**

交易数据

总市值(百万元)	30,791.52
流通市值(百万元)	12,047.97
总股本(百万股)	1,151.95
流通股本(百万股)	450.73
12个月价格区间	19.40/29.32元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.41	17.15	25.33
绝对收益	19.01	19.44	18.75

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号: S1450516120001
jiaojuan@essence.com.cn
021-35082012

王中骁

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517020002
wangzx2@essence.com.cn

相关报告

昆仑万维: 昆仑万维业绩快报点评: 业绩基本符合预期,关注Opera 2018年的变现能力/焦娟	2018-03-01
昆仑万维: 昆仑万维全年业绩预告点评: 主营业务稳定增长,投资收益增厚公司四季度业绩/焦娟	2017-12-11
昆仑万维: 自研手游催化公司业绩,下半年有望加速攀升/焦娟	2017-07-25
昆仑万维: 昆仑万维: 立足游戏,打造海外领先的社交媒体与内容平台/焦娟	2017-06-15

亿元，对应 EPS 分别为 0.88、1.25、1.63 元。参考同类可比公司，给予 2018 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 37.54 元，“买入-A”评级。

■风险提示：游戏产品上线推迟的风险、游戏流水不及预期的风险、Opera 广告业务变现不及预期的风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,789.1	2,424.7	3,436.0	4,500.0	5,500.0
净利润	405.3	531.5	1,019.3	1,450.3	1,884.9
每股收益(元)	0.35	0.44	0.88	1.25	1.63
每股净资产(元)	2.33	2.74	2.99	4.18	5.47

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	76.0	61.2	30.4	21.4	16.4
市净率(倍)	11.5	9.8	8.9	6.4	4.9
净利润率	22.7%	21.9%	29.7%	32.2%	34.3%
净资产收益率	15.1%	16.9%	29.4%	29.9%	29.7%
股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%
ROIC	2233.9%	124.6%	95.2%	96.7%	133.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

1. 精品 IP 新游集中上线，棋牌游戏稳定运营

精品游戏方面，2018 年公司有多款动漫 IP 改编作品上线，包括《死神》、《偷星九月天》、《轩辕剑》、《艾尔战记》等。《死神》作为曾经的三大漫之一，与《海贼王》、《火影忍者》齐名，根据集英社 2017 年 7 月公布数据，其单行本全球累积销量超过 1 亿 2 千万册；《偷星九月天》则是国漫经典，连载 8 年在中国累积销量超过 5000 万册，同时在动漫贴吧活跃度极高，主贴吧拥有近 2000 万贴。

除新游陆续上线外，公司线上游戏流水稳定。根据调研数据，2018 年 2 月台湾地区上线的《龙之谷》日流水峰值达 20 万美元，现稳定在 14-15 万美元，同时近期将推出英文版，预计 5 月登陆东南亚市场，未来可能推广至欧美市场；《希望：新世界》、《神魔圣战》等 2016、2017 年上线的游戏则稳居畅销榜游戏类排名前列。

休闲游戏方面，运营主体闲徕互娱旗下棋牌类游戏产品平稳运营，主要覆盖四川、湖南、云贵、海南、陕西等二线及以下地区，在四川、湖南等省份市占率超 60%。根据公司公告及调研信息，闲徕并表后运营情况良好，DAU 保持在 360-400 万用户，月流水稳定在 1.5 亿元左右，且 2018 年 1、2 月经营数据表现优异（同增），预计将持续为公司贡献稳定现金流收益。整体而言，我们预计 2018 年公司游戏板块业绩将稳中有升，新游上线后存在超预期可能。

表 1：公司游戏项目一览

名称	流水	(拟) 上线时间
《神魔圣战》	约 500 万美元/月	2016 年 7 月
《龙之谷》	14-15 万美元/日	2018 年 2 月
《轩辕剑之汉之云》	-	2018 年 Q1-Q2
《艾尔战记 3D》	-	2018 年 Q1-Q2
《偷星九月天》	-	2018 年 Q1-Q2
《死神》	-	2018 年 Q1-Q2
《神泣》	-	2018 年 Q3
《洛奇》	-	2018 年 Q3
《终结者》	-	未定

资料来源：公司公告，公司调研，安信证券研究中心

2. Opera 在用户规模及变现方面将持续发力

作为全球最大的第三方独立浏览器，Opera 在 2017 年第三季度首次实现盈利，主要原因为公司在收购 Opera 后从微软、谷歌、脸书招收 100 余名工程师，推出基于 AI 智能推送的 Opera news 内容推送，增强了用户粘性并逐步实现信息流变现。根据调研数据，目前 opera news 月活约 1 亿人次，日使用时长约 42 分钟（2016 年日使用时长 10 分钟）。

作为公司的战略发展重点，2018 年 Opera 一方面将通过与华为、OPPO 等手机厂商的合作持续扩大用户基数，2018 年公司目标月活用户数量为 4 亿人次（同增 14%）；另一方面将加强销售团队建设继续提高广告收入，对比今日头条，Opera 客群主要在海外，用户体量与今日头条大体相当，但销售团队仅 10 人，未来扩招销售人员对广告收入提升有积极影响。目前 Opera 浏览器月活约 3.5 亿，用户主要在非洲、东南亚、欧洲等地区，由于非洲生活水平落后且功能机占比较高，目前 Opera 用户的 ARPU 值暂时较低，未来提升空间巨大。基于我们预判的用户规模增长和推广能力增强，我们认为信息流广告变现将助推 Opera 业绩快速增长（Opera 承诺 2018-2020 年净利润不低于 4235、5506、7157 万美元）。

表 2: Opera 各季度财务指标

	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3
营业收入 (亿元)	1.29	1.73	1.80	2.30
调整后 EBITDA (亿元)	-0.34	0.37	0.29	0.97
净利润 (亿元)	-0.38	-0.04	-0.42	0.36

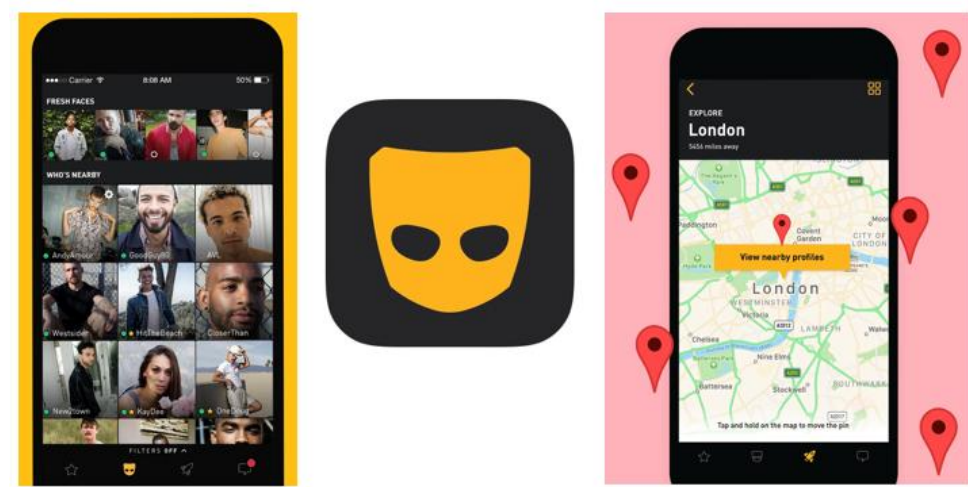
资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

3. 作为垂直流量平台, Grindr 变现潜力大, 2018 年关注其运营效率的提高

公司入股 Grindr 后首先帮助其进行地域扩张, 将重点市场从北美和英国扩大至墨西哥、法国、巴西、印尼等国家, 实现了用户规模及粘性的增长。截至 2017 年 5 月, Grindr 在全球 196 个国家拥有超过 2700 万注册用户, 用户数实现翻番, 日均活跃用户数从 2016 年 1 月的 200 万迅速增长至超过 350 万; Grindr 单用户日均登录次数达 18 次, 日均使用时长达到 54 分钟, 超过 Facebook (其 2017 年四季报公布数据显示日均使用时长约 50 分钟)。

根据调研信息, 2018 年公司将积极推进 Grindr 内部整合, 通过控制成本与加强变现能力提升运营效率。成本层面, 公司计划调整人员结构及薪资水平, 降低人力资源成本等运营成本, 逐步提高利润率; 收入层面, 公司计划丰富会员制度, 进一步挖掘客户付费能力。且 Grindr 2017 年广告收入占比仅为 30%, 提升潜力大。

图 1: Grindr App 界面



资料来源: Grindr, 安信证券研究中心

4. 公司独角兽属性突出

通过对公司收购 Opera 及 Grindr 后的运营情况及基本面的梳理, 我们认为公司独角兽属性逐步凸显, 主要原因有:

- 1) **升级为平台型公司。**通过收购全球最大的第三方独立浏览器 Opera 与亚文化内容社区 Grindr, 公司由单纯的游戏发行制作商升级为兼具流量入口与垂直内容服务的平台型公司。
- 2) **运营实力被持续验证。**公司收购 Opera 后, 利用自身精准的商业推广及强大的变现能力, 助力其盈利水平于 2017 年下半年起提升明显, 随着 Opera 运营数据在 2018 年的持续提升/优化, Opera 将成为公司战略性的经营资产, 且公司在 Opera 上的成功经验, 有望

加速提升 Grindr 的经营效率。

- 3) 布局了较多具备“独角兽”特质的公司。公司目前旗下有股权关系的公司包括趣店、映客、如涵电商、club factory、新世相、快看漫画，互联网/移动互联网在内容、分发模式方面迭代速度快，公司对以上业务的布局，一方面将受益于投资收益；另一方面则对冲公司现有业务被降维打击的风险，有望在激烈的竞争中持续迭代公司自身的成长曲线。

表 3：公司投资项目一览

投资标的	主营业务	投资比例	估值	备注
趣店	消费金融，分期购物	19.21%	-	发行价 24 美元，估值 79.2 亿美元；当前股价 15.23 美元，市值 50.27 亿美元
映客	实时直播平台	10.23%	60 亿-70 亿元	2017 年 9 月，宣亚国际将以现金方式收购蜜莱坞 48.2478% 的股权，交易价格为 28.9 亿元；即映客估值为 60.5 亿元； 2016 年 9 月，昆仑万维拟出售映客 3% 的股权，售价为 2.1 亿元；即映客的估值 70 亿元。
如涵控股	网红打造与运营，品类和供应链的管理	4.98%	31.32 亿元	2018 年 1 月，拟申请公司股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌； 2016 年 11 月，阿里出资 3 亿，以 96.43 元/股的价格认购如涵控股 311.11 万股，占总股本的 9.58%，融资完成后，如涵控股估值高达 31.32 亿元
club factory	出口电商的大数据选货服务平台	未披露	-	2014 年，Club Factory 获 IDG、真格基金天使轮融资； 2016 年 3 月完成数千万元人民币的 A 轮融资，峰瑞资本领投，IDG、真格基金跟投； 2017 年 1 月，获近 2 千万美元 B 轮融资； 2018 年 2 月，1 亿美元 C 轮融资
新世相	文化内容领域营销、知识付费领域	7.05%	超 14 亿元	2016 年初，获真格基金数百万人民币天使轮投资； 2016 年 12 月，获真格基金、腾讯、华人文化产业基金以及经纬中国的数千万人民币 Pre-A 轮投资； 2017 年 6 月，获正心谷创新资本数千万人民币 A 轮投资； 2018 年 2 月，超 1 亿元 B 轮融资
快看漫画	漫画消费平台	约 5%	2015 年约 3.5 亿元	2015 年 4 月完成红杉资本 300 万美元的 A 轮融资； 2015 年底，1 亿元 B 轮融资，昆仑万维投资 1759 万获得快看漫画 5% 股份； 2017 年 12 月完成 1.77 亿美元 D 轮融资； 2017 年 1 月完成 2.5 亿元 C 轮融资

资料来源：公司公告，36Kr，艾瑞咨询，安信证券研究中心

■ **盈利预测：**预计公司 2017-2019 年净利润分别为 10.19/14.5/18.85 亿元，对应 EPS 分别为 0.88/1.25/1.63 元。参考同类可比公司，给予 2018 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 37.54 元，“买入-A”评级。

■ **风险提示：**游戏上线推迟风险、游戏流水不及预期、Opera 广告业务变现不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,789.1	2,424.7	3,436.0	4,500.0	5,500.0	成长性					
减:营业成本	698.6	1,139.9	755.9	900.0	1,100.0	营业收入增长率	-7.5%	35.5%	41.7%	31.0%	22.2%
营业税费	4.9	4.0	10.3	11.1	13.1	营业利润增长率	24.4%	38.5%	172.0%	32.7%	23.8%
销售费用	682.3	638.9	840.4	1,026.5	1,210.0	净利润增长率	24.2%	31.1%	91.8%	42.3%	30.0%
管理费用	230.8	443.5	549.8	720.0	823.4	EBITDA 增长率	-2.2%	82.3%	154.9%	32.2%	23.3%
财务费用	-75.4	55.1	68.7	90.0	110.0	EBIT 增长率	-2.1%	87.2%	158.7%	32.6%	23.7%
资产减值损失	4.2	78.5	40.0	40.9	53.1	NOPLAT 增长率	-3.7%	84.0%	148.6%	31.2%	26.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3198.4%	225.3%	29.2%	-8.7%	-29.5%
投资和汇兑收益	158.8	492.6	345.0	300.0	300.0	净资产增长率	164.8%	18.7%	20.9%	36.0%	29.7%
营业利润	402.5	557.4	1,515.8	2,011.6	2,490.4	利润率					
加:营业外净收支	13.4	12.0	1.9	5.8	11.8	毛利率	61.0%	53.0%	78.0%	80.0%	80.0%
利润总额	416.0	569.4	1,517.8	2,017.4	2,502.2	营业利润率	22.5%	23.0%	44.1%	44.7%	45.3%
减:所得税	10.7	24.1	121.4	181.6	175.2	净利润率	22.7%	21.9%	29.7%	32.2%	34.3%
净利润	405.3	531.5	1,019.3	1,450.3	1,884.9	EBITDA/营业收入	19.3%	26.0%	46.7%	47.2%	47.6%
						EBIT/营业收入	18.3%	25.3%	46.1%	46.7%	47.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	6	4	2	1	0
货币资金	1,047.8	1,076.4	1,525.3	2,177.4	4,273.5	流动营业资本周转天数	-15	-40	-18	15	16
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	301	291	234	251	314
应收帐款	529.0	733.3	714.7	1,383.0	1,198.7	应收帐款周转天数	82	94	76	84	84
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	-	-	-	-	-
预付帐款	211.5	206.7	124.4	262.7	190.1	总资产周转天数	539	757	623	518	545
存货	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	49	149	184	151	101
其他流动资产	71.5	45.4	41.8	52.9	46.7	投资回报率					
可供出售金融资产	1,128.5	1,855.8	1,048.3	1,344.2	1,416.1	ROE	15.1%	16.9%	29.4%	29.9%	29.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.4%	8.6%	25.0%	24.9%	25.1%
长期股权投资	581.6	1,327.3	1,327.3	1,327.3	1,327.3	ROIC	2233.9%	124.6%	95.2%	96.7%	133.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	25.3	25.9	15.9	5.9	0.7	销售费用率	38.1%	26.3%	24.5%	22.8%	22.0%
在建工程	-	-	-	-	-	管理费用率	12.9%	18.3%	16.0%	16.0%	15.0%
无形资产	12.5	36.3	25.3	14.3	3.2	财务费用率	-4.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	280.9	998.9	757.6	800.0	826.2	三费/营业收入	46.8%	46.9%	42.5%	40.8%	39.0%
资产总额	3,888.5	6,306.1	5,580.6	7,367.7	9,282.5	偿债能力					
短期债务	247.8	982.9	645.6	-	-	资产负债率	31.1%	49.6%	30.7%	24.9%	20.1%
应付帐款	702.0	995.5	334.6	855.4	596.6	负债权益比	45.1%	98.2%	44.4%	33.1%	25.2%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.57	0.87	1.66	2.79	4.53
其他流动负债	233.5	404.6	470.1	536.1	663.8	速动比率	1.57	0.87	1.66	2.79	4.53
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.34	11.12	23.06	23.35	23.64
其他非流动负债	25.1	742.0	256.7	341.3	446.7	分红指标					
负债总额	1,208.5	3,125.0	1,707.1	1,732.8	1,707.0	DPS(元)	0.10	0.11	0.22	0.32	0.40
少数股东权益	-	29.0	377.0	385.5	442.1	分红比率	29.2%	22.9%	24.5%	25.5%	24.3%
股本	1,127.2	1,127.2	1,159.0	1,159.0	1,159.0	股息收益率	0.4%	0.4%	0.8%	1.2%	1.5%
留存收益	1,854.7	2,346.6	2,308.5	3,684.3	5,182.8						
股东权益	2,680.0	3,181.0	3,844.6	5,228.9	6,783.9						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.35	0.44	0.88	1.25	1.63
净利润	405.3	545.3	1,019.3	1,450.3	1,884.9	BVPS(元)	2.33	2.74	2.99	4.18	5.47
加:折旧和摊销	80.2	105.9	21.0	21.0	16.3	PE(X)	76.0	61.2	30.4	21.4	16.4
资产减值准备	4.2	78.5	-	-	-	PB(X)	11.5	9.8	8.9	6.4	4.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	156.5	33.3	-113.5	45.6	14.5
财务费用	-69.8	62.6	68.7	90.0	110.0	P/S	17.2	12.7	9.0	6.9	5.6
投资损失	-158.8	-492.6	-345.0	-300.0	-300.0	EV/EBITDA	127.0	36.1	18.4	13.2	9.9
少数股东损益	-	13.8	377.0	385.5	442.1	CAGR(%)	65.5%	62.2%	62.3%	65.5%	62.2%
营运资金的变动	-260.8	-153.2	-227.5	-274.7	99.3	PEG	1.2	1.0	0.5	0.3	0.3
经营活动产生现金流量	192.2	357.1	913.6	1,372.2	2,252.7	ROIC/WACC	213.6	11.9	9.1	9.2	12.8
投资活动产生现金流量	-1,644.3	-1,956.5	1,152.5	4.1	228.1	REP	0.4	1.2	1.6	1.7	1.6
融资活动产生现金流量	1,719.4	1,648.0	-1,617.2	-724.2	-384.7						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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、王中骁声明, 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	021-35082963	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	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

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