



传媒

【联讯传媒行业深度】中国电影产业——头部化及产业链一体化为趋势

2019年01月16日

投资要点

增持(维持)

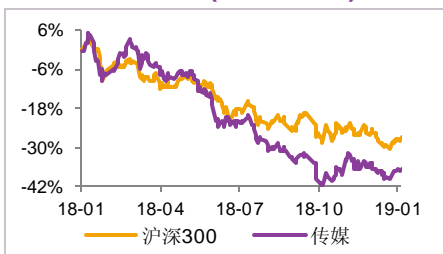
分析师：陈净娴

执业编号：S0300516090001

电话：021-51782239

邮箱：chenzhengxian@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯传媒周报】游戏版号开放在即》

2018-12-25

《【联讯传媒周报】游戏版号开放，板块迎来交易性机会》2019-01-02

《【联讯传媒周报】传媒板块布局反弹正当时》2019-01-08

◇ 中国电影市场进入总量平稳增长、结构内容为王的发展阶段。

根据猫眼专业版数据，2018年全国电影总票房609.76亿元，同比增长9.06%，扣除服务费全年票房为565.70亿元，同比增长8%。中国电影市场先后经过了院线改革后影片开始呈现多样化、2012年后银幕加速建设由终端普及带来的高速增长期与2016年的低增速调整期，进入相对稳定、由优质内容供给决定观影需求与整体票房的稳增长时期。

◇ 院线行业集中度稳中有升

2018年中国电影市场票房增速为9.06%，市场进入平稳增长期，由于一些中小影院加速出清，院线集中度得到进一步提升。2018年前十大院线占总体票房约68.7%的份额，集中度较2017年略有上升，万达院线市占率由于CGV、博纳等高端院线加盟，市占率有所提升稳据首位；院线公司TOP3，TOP5合计市占率均有小幅提升。

◇ 影片内容头部效应继续加强，国产影片票房占比超60%

国产影片票房贡献超6成占比提升，电影市场对进口片依赖减弱。2018年院线上映的电影总量为540部，其中国产电影为428部、进口片为112部。2018年国产片票房占比从51%提升到61%，票房贡献率首次超过六成。国产片对票房的贡献度增强，《红海行动》《我不是药神》等国产优质影片持续拉动票房增长，对海外大片依赖减弱。

◇ 投资建议

在标的方面，我们推荐高壁垒，具有护城河的公司：(1)公司各项指标位于行业前列，有望完成并购实现全产业链布局的万达电影。(2)拥有丰富和优质的影视IP储备的光线传媒。(3)前瞻布局三四五线城市，受益于低线城市票房高速增长的横店影视。(4)基于全产业链布局叠加进口分账片发行地位不可撼动的中国电影。首选股，光线传媒(300251.SZ)。

◇ 风险提示

电影票房不及预期，影院整合速度不及预期等。



目 录

一、行业规模：中国电影市场规模达到 609 亿，预估 2019 年全球第一.....	4
(一) 电影行业市场规模将以 5.27% 的复合增长率增长，预估 2019 年全球第一	4
(二) 观影人次同比增长 6%，票价同比增长 3%，观影受众向各年龄段拓展	4
(三) 电影市场渠道下沉持续，三四线城市票房增速放缓.....	5
(四) 银幕扩张速度趋缓，政策鼓励院线间并购.....	6
二、院线集中度：头部效应略微增强，较北美仍有差距	8
(一) 行业集中度稳中有升，万达龙头地位稳固.....	8
(二) 北美三大院线垄断半壁江山，呈现寡头垄断局面	8
(三) 中国、北美集中度对比.....	9
(四) 国内院线龙头-万达院线.....	9
三、电影内容：国产片头部效应继续加强，收入占比过 6 成.....	10
(一) 2018 年 10 亿以上影片 17 部，票房占比 46%.....	10
(二) 国产影片占比逐年提升，2018 年占比 61%.....	11
(三) 爆款影片类型迥异，观众选择多样化.....	12
四、电影产业链：院线兴起并购潮，互联网助力电影行业发展.....	12
(一) 电影产业链现状分析	12
(二) 产业链新趋势：互联网促进电影产业纵深发展，BAT 打造“互联网+影业”.....	13
五、投资建议	14
六、风险提示	14

图表目录

图表 1： 2012-2018 年中国票房、增速及预测	4
图表 2： 2014-2018 年北美票房及增速.....	4
图表 3： 2012-2018 年观影人次及增速.....	4
图表 4： 2013-2018 年人均观影人次及票价.....	4
图表 5： 2016-2018 年我国观影人群年龄结构.....	5
图表 6： 2015-2018 年各级城市票房增速	5
图表 7： 2014-2018 年各级城市票房占比	6
图表 8： 2014-2018 年银幕数量及增速.....	6
图表 9： 2014-2018 年单银幕产出及增速	6
图表 10： 2013-2018 年影院数量及增速.....	7
图表 11： 近三年院线重大并购	7
图表 12： 2018 年十大院线市占率.....	8
图表 13： 2012-2018 年 TOP3、TOP10 院线集中度对比.....	8
图表 14： 2018 年北美院线市占率.....	8
图表 15： 2011-2018 年北美 TOP3 院线集中度.....	8
图表 16： 2012-2018 年中国、美国 TOP3 院线集中度对比.....	9



图表 17: 2018 年中国 TOP10 院线票房 (万元)	9
图表 18: 2018 年中国 TOP10 观影人次 (万人)	9
图表 19: 2018 年中国 TOP10 院线银幕数 (块)	10
图表 20: 2018 年中国 TOP10 院线单银幕产出 (万元)	10
图表 21: 万达电影产业链	10
图表 22: 2018 年各票房体量影片票房占比	11
图表 23: 2018 年国产、进口影片占比	11
图表 24: 2018 年国产 TOP10、TOP20 影片票房占比	11
图表 25: 2018 年国产影片 TOP10 票房	12
图表 26: 2018 年进口影片 TOP10 票房	12
图表 27: 电影行业产业链现状	13
图表 28: 产业链传统公司与互联网公司	13
图表 29: 电影行业部分公司估值表	14

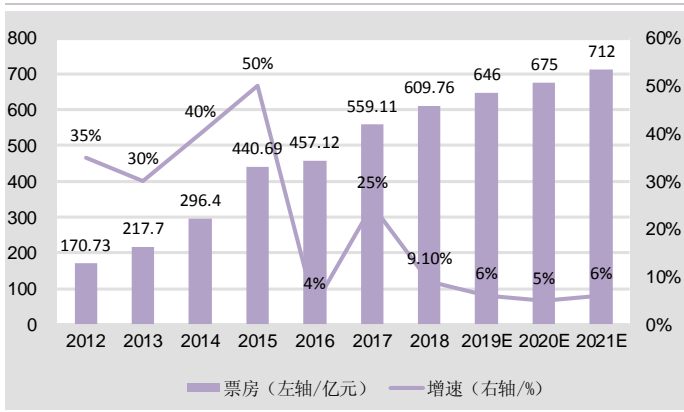


一、行业规模：中国电影市场规模达到 609 亿，预估 2019 年全球第一

(一) 电影行业市场规模将以 5.27% 的复合增长率增长，预估 2019 年全球第一

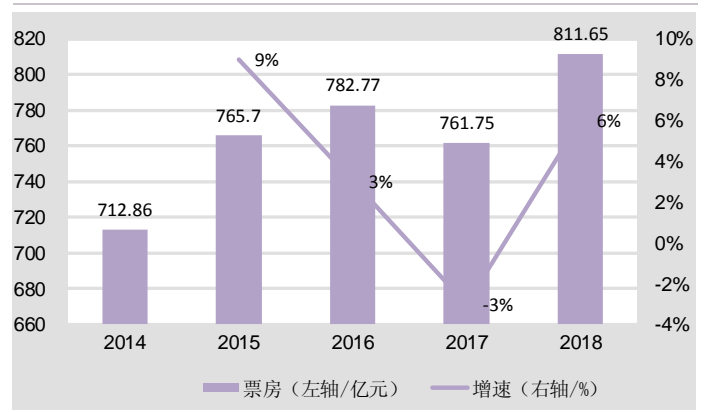
2019 年 1 月 1 日国家电影局公布 2018 年全国电影票房以 609.76 亿元收官，同比增长 9.06%。电影票房是决定电影产业发展高度的核心指标，近年来我国电影票房市场持续增长，从 2010 年 101 亿增长，到 2018 达到 609.8 亿元，8 年 CAGR25.2%。但自 2016 年以来，票房增速有所减缓，维持在 10-15% 左右，2019 年预计将下滑至 6% 左右。根据艾瑞咨询报告，中国的电影市场规模已位居世界第二，仅次于美国达到 811 亿元，且预期将以 5.27% 的复合年增长率及进一步增长至 2021 年的人民币 712 亿元。

图表1： 2012-2018 年中国票房、增速及预测



资料来源：联讯证券

图表2： 2014-2018 年北美票房及增速

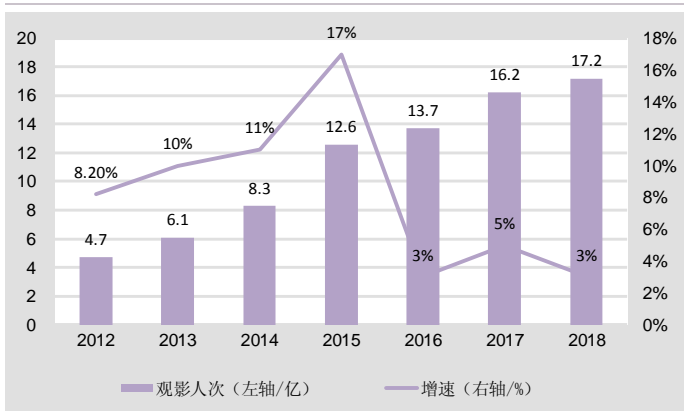


资料来源：联讯证券

(二) 观影人次同比增长 6%，票价同比增长 3%，观影受众向各年龄段拓展

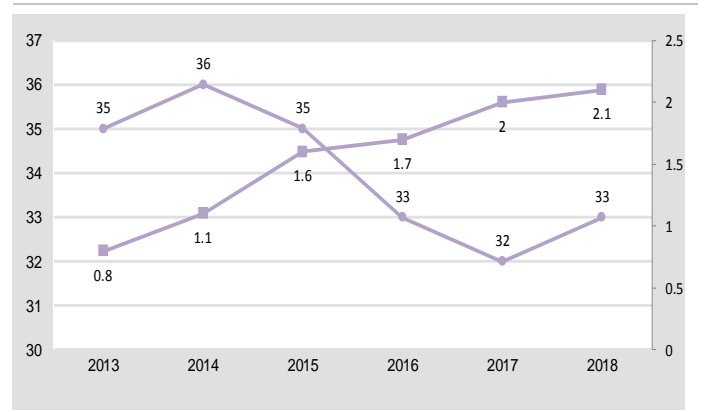
全国院线观影人次 17.18 亿，同比增长 5.92%，由于观影人次增长速度略有下滑，整体票房增长受益于全国平均票价 2.9% 的提升。2018 年电影平均票价（剔除服务费）为 33 元，较 2017 年增长 3.13%。在影片口碑效应日益强化、政策持续规范，票补逐步取消的背景下，电影票价企稳略有回升。从票价来看，无论从国际对比还是与国内同行业娱乐消费单位时间价格对比来看，我们认为我国当前电影票价已经较高。电影观影以中产阶级娱乐消费定义开始崛起，从一、二线城市开始推行，这造成了我国相对较高的电影票价。

图表3： 2012-2018 年观影人次及增速



资料来源：联讯证券

图表4： 2013-2018 年人均观影人次及票价

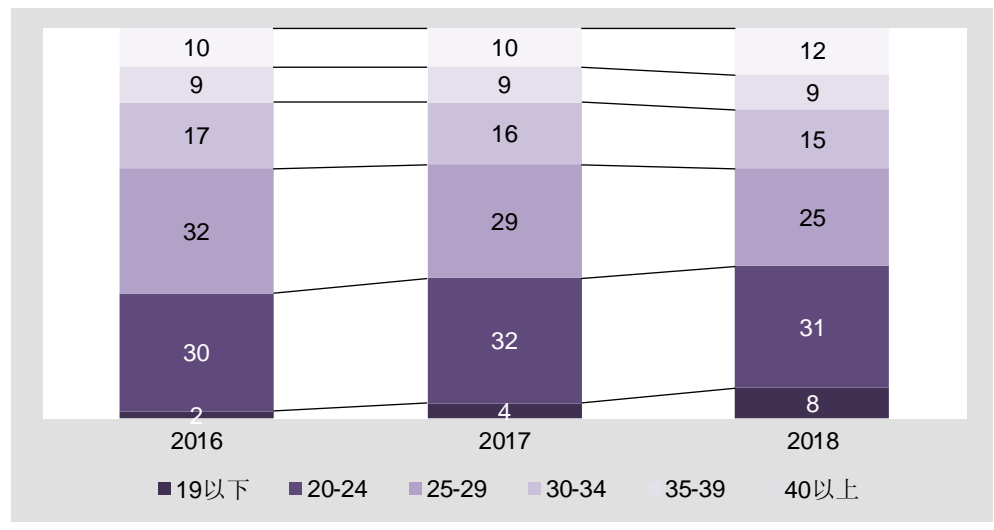


资料来源：联讯证券



观影受众向各年龄段拓展，低龄用户和中老人成为新增量。2018年19岁以下和40岁以上观影人群占比有所提升，19岁及以下观影用户占比逐年加倍，从2016年的2%增至2017年的4%，2018年达8%，40岁以上观影人群占比提升至12%，25-34岁观影主力人群占比有所下降。我国中老年观影人群占比虽与美国电影市场（2017年美国40岁以上观影人群占比高达42%）相比仍然较低，但呈现提升趋势，有助于培养更多潜在的市场增量。

图表5： 2016-2018年我国观影人群年龄结构

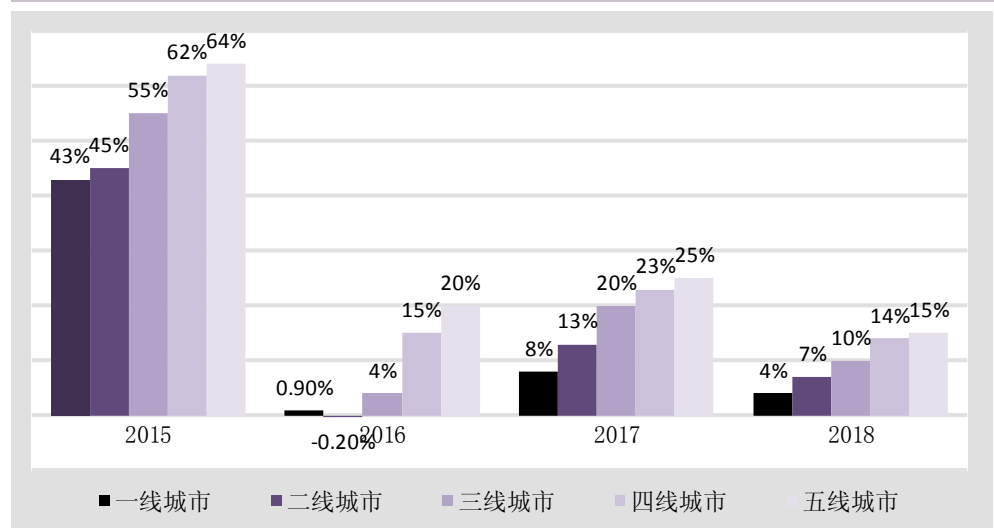


资料来源：联讯证券

（三）电影市场渠道下沉持续，三四线城市票房增速放缓

2018年全国电影市场下沉趋势有所趋缓。从票房占比看，三四五线城市票房占比由30.9%提升至2018年41.1%，渠道下沉趋势仍在持续。但从票房增速看，三至五线城市票房增速分别为8.76%/13.05%/14.28%，相较于去年27.34%/30.84%/33.03%的增速，放缓明显。

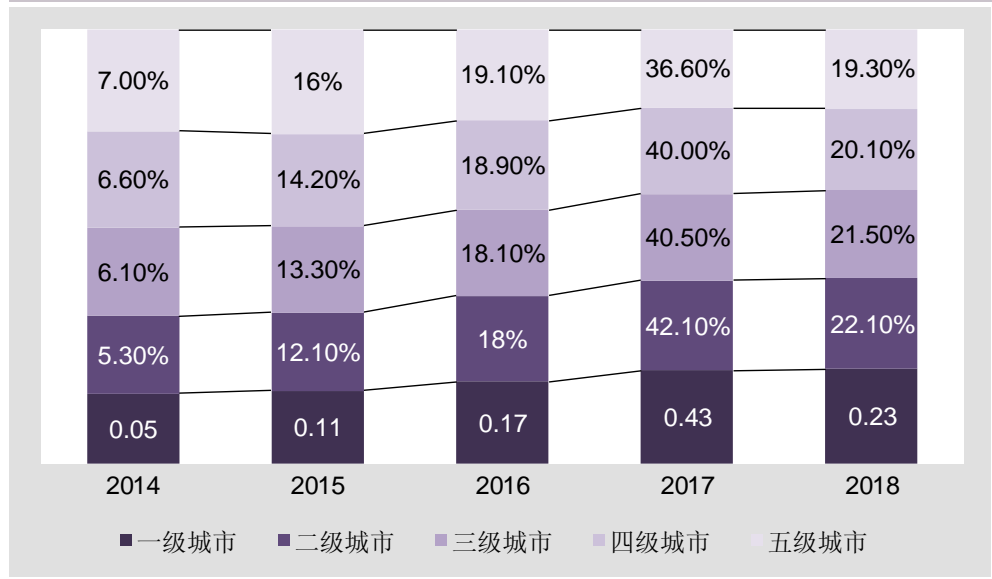
图表6： 2015-2018年各级城市票房增速



资料来源：联讯证券



图表7： 2014-2018 年各级城市票房占比

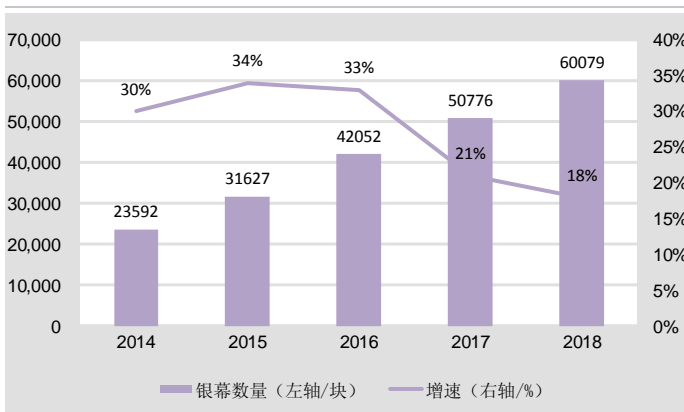


资料来源：联讯证券

（四）银幕扩张速度趋缓，政策鼓励院线间并购

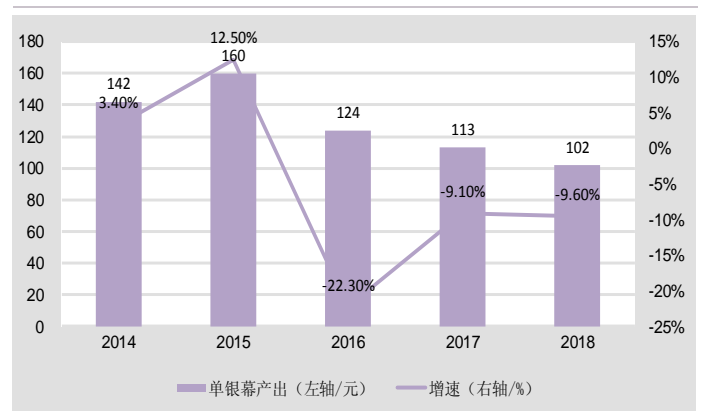
银幕以及影院建设速度有所放缓，头部院线仍保持扩张，行业单银幕产出持续下滑。近年供给仍保持 20%以上增长，进入 18 年供给增速有所放缓。2018 年银幕 60079 块，同比增长 18%。供过于求的情况下，16 年以来单银幕产出持续下滑，18 年单银幕产出 101 万元，同比下滑 7.8%。头部上市公司为抢占市场份额，2018-2019 年仍保持扩张，万达电影、横店影视分别新增 86/58 家影院，2019 年分别计划开 80-100 家，50-60 家影院。

图表8： 2014-2018 年银幕数量及增速



资料来源：联讯证券

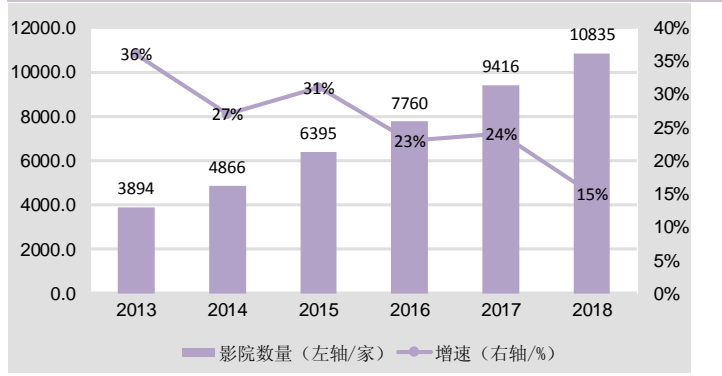
图表9： 2014-2018 年单银幕产出及增速



资料来源：联讯证券



图表10: 2013-2018年影院数量及增速



资料来源: 联讯证券

12月电影局印发《意见》，鼓励院线行业并购整合。2018年12月电影局印发《加快电影院建设促进电影市场繁荣的意见》，主要内容有1)鼓励银幕扩张到8万以上。2)深化院线改革，鼓励发展院线公司，鼓励跨区域、跨所有制的院线并购整合。3)鼓励电影院积极采用先进技术，对放映环境和设备设施进行升级改造，提高放映质量。若银幕扩张至8万块，未来两年银幕将保持15%左右增速，由于影院建设是院线公司基于成本收益理性考量的市场化行为，实际银幕建设速度仍需观察。政策鼓励院线公司跨区域、跨所有制并购，未来行业内资金实力和运营能力兼备的龙头院线行业有望把握整合机会提升市占率。政策鼓励影厅品质升级或将进一步提升票价。

图表11: 近三年院线重大并购

序号	拟收购时间	投资方	标的
1	2015/6/2	万达电影	Hoyts(澳大利亚)
2	2015/6/26	万达电影	重庆世茂等15家公司
3	2015/11/30	当代东方	中广院线
4	2016/2/3	万达电影	大连奥纳影城、北斗星投资
5	2016/5/9	阿里影业	大地影院
6	2016/5/16	当代东方	华彩天地
7	2016/8/22	阿里影业	杭州星际
8	2016/9/13	完美世界	今典院线、今典影城、今典文化
9	2016/10/16	中影集团	大连华臣
10	2016/12/6	汉鼎宇佑	太平洋营业、乐清时代、杭州星影
11	2016/12/12	长城影视	博纳影业
12	2017/1/1	阿里影业	南京派瑞
13	2017/1/1	恒大	美嘉欢乐影城
14	2017/1/25	大地影院	橙天嘉禾
15	2017/3/9	大地院线	恩施高德
16	2017/3/7	保利文化	行星文化
17	2017/3/30	当代东方	威利斯影院
18	2017/7/1	华谊兄弟	大地院线
19	2017/9/1	华人文化	UME国际影城
20	2017/9/30	橙天嘉禾	嘉年华影业(新加坡)

资料来源: 公开数据, 联讯证券研究院

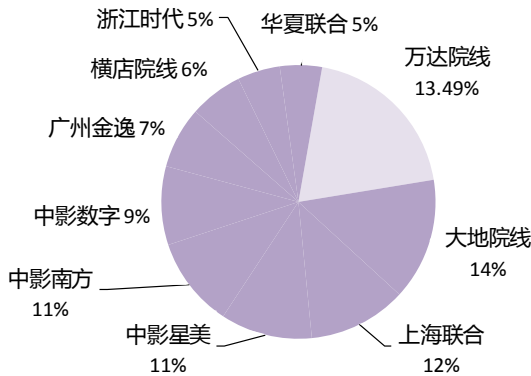


二、院线集中度：头部效应略微增强，较北美仍有差距

（一）行业集中度稳中有升，万达龙头地位稳固

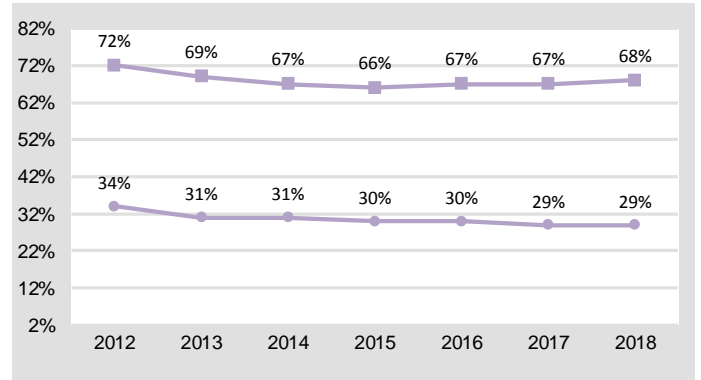
近年来国内院线集中度基本保持较为稳定的态势，2018 年前十大院线占总体票房约 68.7% 的份额，集中度较 2017 年略有上升，万达院线市占率由于 CGV、博纳等高端院线加盟，市占率有所提升稳居首位；院线公司 TOP3，TOP5 合计市占率均有小幅提升。

图表12： 2018 年十大院线市占率



资料来源：联讯证券

图表13： 2012-2018 年 TOP3、TOP10 院线集中度对比

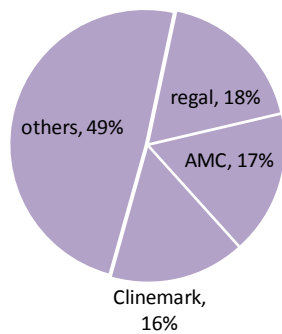


资料来源：联讯证券

（二）北美三大院线垄断半壁江山，呈现寡头垄断局面

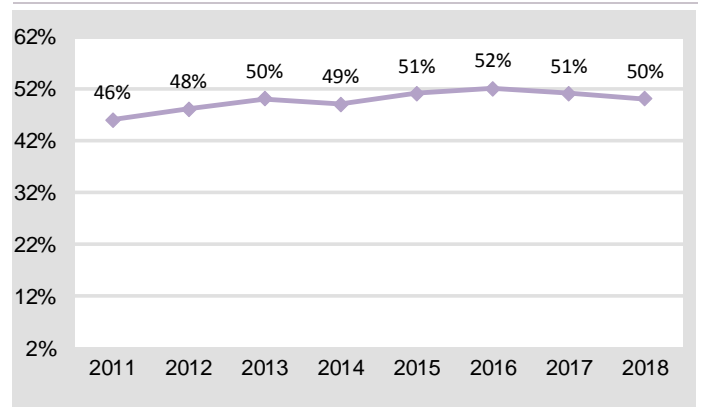
北美院线市场目前的格局是“三大院线+若干小院线”的寡头垄断阶段，市场前三院线分别是 Regal、AMC、Cinemark，从票房收入口径统计，三大院线 2017 年合计占有票房市场的 51.18%。

图表14： 2018 年北美院线市占率



资料来源：联讯证券

图表15： 2011-2018 年北美 TOP3 院线集中度



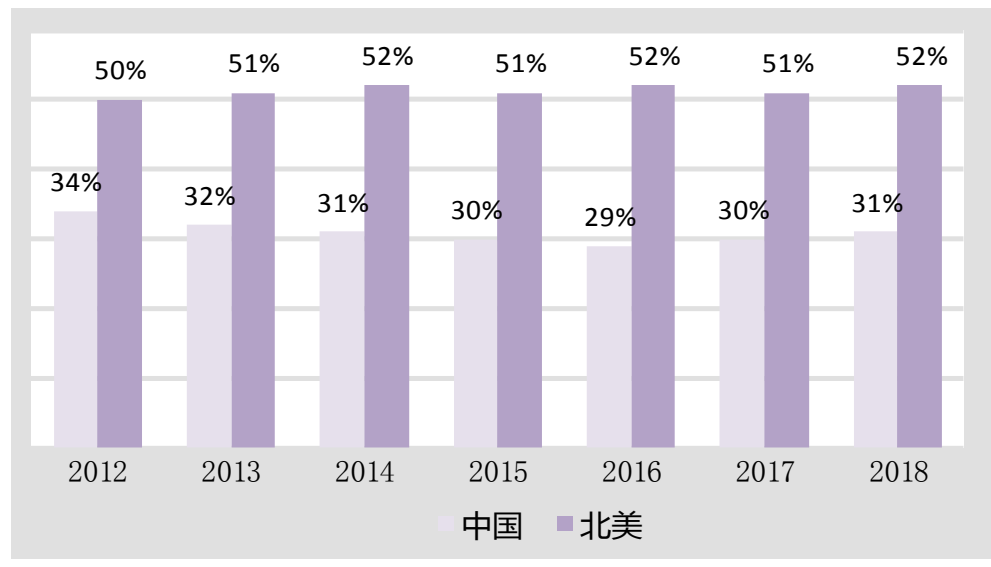
资料来源：联讯证券



（三）中国、北美集中度对比

中国的 top3 集中度徘徊在 30%左右，而成熟的北美市场 top3 所占的市场份额大概在 50%左右，中国距成熟的北美市场仍然有较大的差距。

图表16： 2012-2018 年中国、美国 TOP3 院线集中度对比

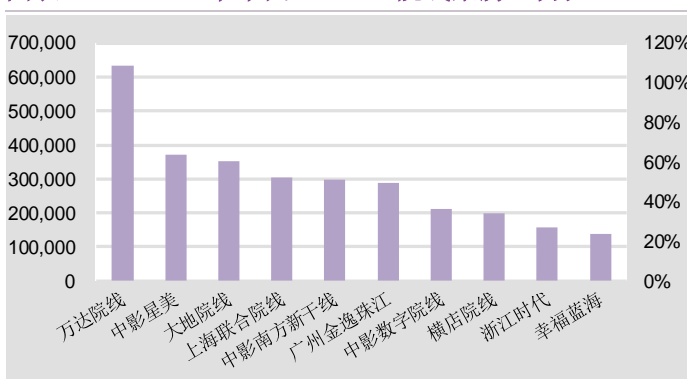


资料来源：联讯证券

（四）国内院线龙头-万达院线

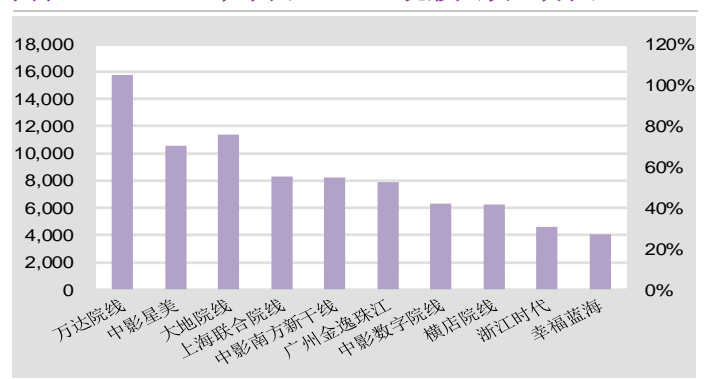
万达院线目前占据院线市场的第一，市场占有率为 13.49%，比例处于逐步提升中。此外公司的观影人数、上座率、票价等指数都是中国院线中最高的，单银幕产出最高，效益最好。万达院线影院数量和银幕数都不是最多的院线，但是其票房收入最高，标明其影院运营效率较高，单银幕产出为 283.73 万元/年，远远高于其他院线。

图表17： 2018 年中国 TOP10 院线票房（万元）



资料来源：联讯证券

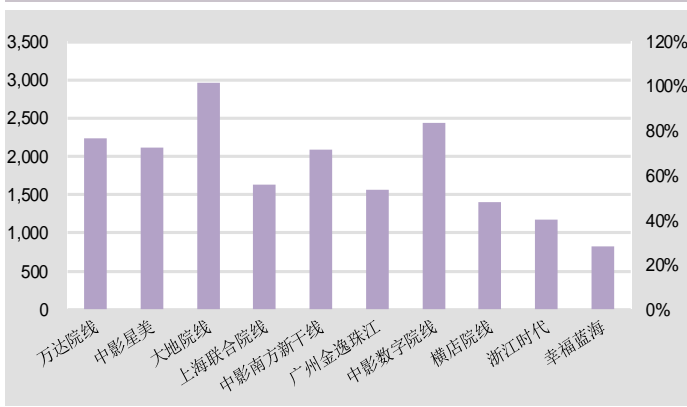
图表18： 2018 年中国 TOP10 观影人次（万人）



资料来源：联讯证券

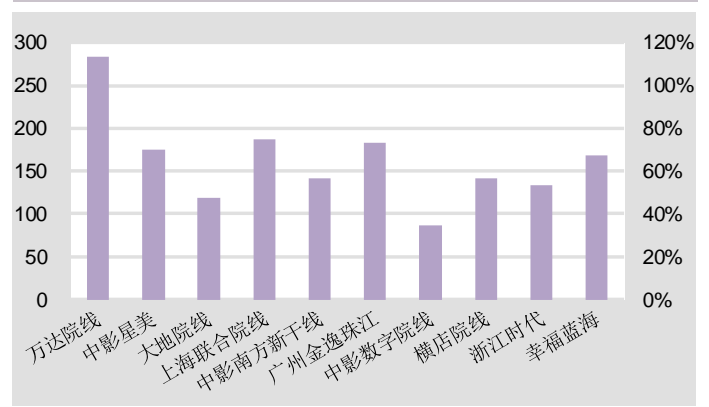


图表19: 2018年中国TOP10院线银幕数(块)



资料来源: 联讯证券

图表20: 2018年中国TOP10院线单银幕产出(万元)

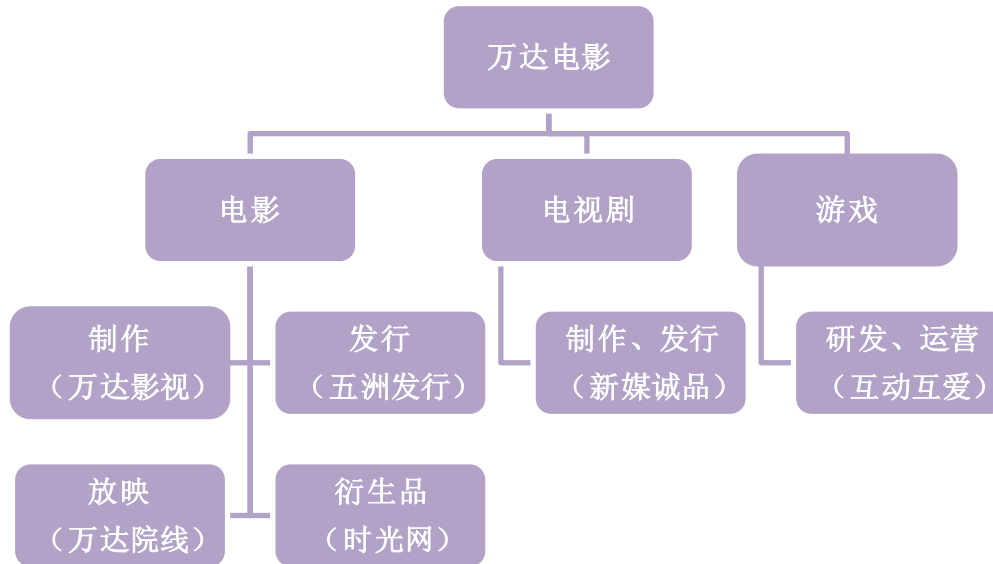


资料来源: 联讯证券

2018年6月公司发布公告,再次拟收购万达影视。

万达影视主营电影、电视剧的投资、制作和发行,以及网络游戏发行和运营业务,若此次重大资产重组顺利完成,万达电影将成为以院线为基石,电影、电视剧、游戏三大板块共同发展的全产业链影视娱乐上市公司。从行业属性来看院线业务属于重资产投入低毛利的业务,但院线业务是公司由渠道向全产业链布局的强大支撑。根据猫眼专业版数据,2017年万达院线观影人次共计1.8亿。万达院线客流优势成为其他业务强大的线下流量入口,也同时与阿里系的线上流量形成互补,达到“线上+线下”的流量共振。

图表21: 万达电影产业链



资料来源: 公司公告、联讯证券研究院

三、电影内容: 国产片头部效应继续加强, 收入占比过6成

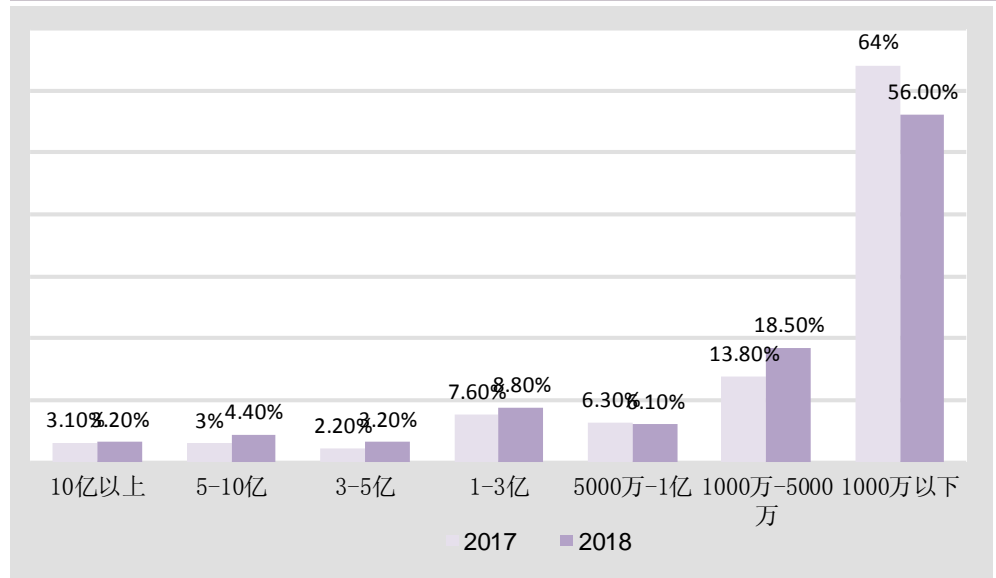
(一) 2018年10亿以上影片17部, 票房占比46%

2018年电影票房向头部内容集中趋势更加显著。2018年共上映影片542部, 其中, 10亿以上票房的影片有17部, 数量占上映影片总数的3.1%, 总票房为331亿元, 占总



票房比 54%；而 2017 年共上映影片 466 部影片，10 亿以上票房的影片有 15 部，数量占上映影片总数的 3.2%，总票房为 258 亿元，占总票房比 46%，2018 年相对 2017 年以更少数量的影片占据了更多比例的票房，头部集中趋势显著。另外，18 年全国上映的大部分影片（64%）票房不足 1000 万元。

图表22： 2018 年各票房体量影片票房占比

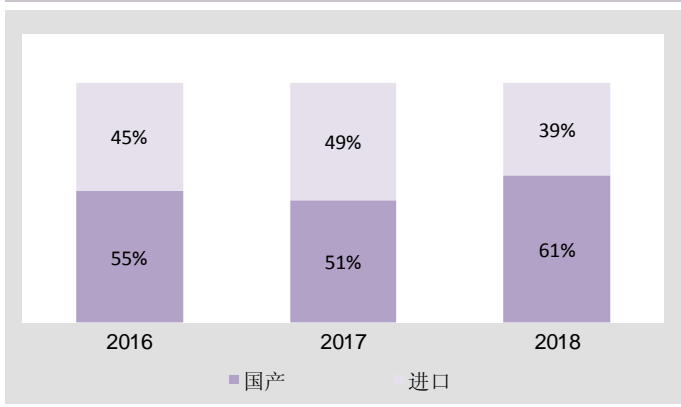


来源：联讯证券

（二）国产影片占比逐年提升，2018 年占比 61%

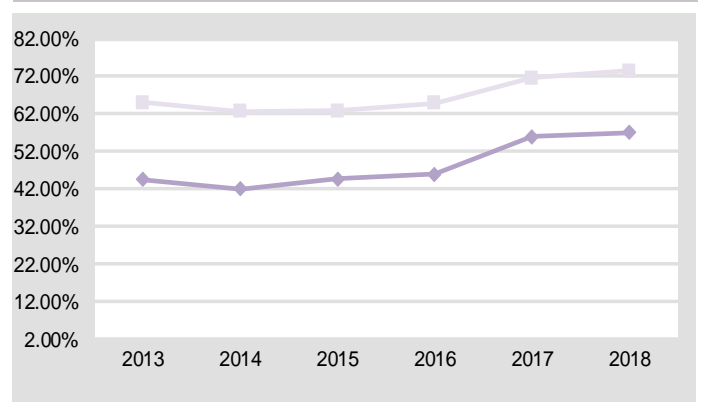
国产影片票房贡献超 6 成占比提升，电影市场对进口片依赖减弱。2018 年院线上映的电影总量为 540 部，其中国产电影为 428 部、进口片为 112 部。2018 年国产片票房占比从 51%提升到 61%，票房贡献率首次超过六成。国产片对票房的贡献度增强，《红海行动》《我不是药神》等国产优质影片持续拉动票房增长，对海外大片依赖减弱。

图表23： 2018 年国产、进口影片占比



资料来源：联讯证券

图表24： 2018 年国产 TOP10、TOP20 影片票房占比



资料来源：联讯证券



（三）爆款影片类型迥异，观众选择多样化

2018 年票房 TOP10 影片中，《红海行动》为国产军事题材、《无双》为香港警匪悬疑题材、《我不是药神》为现实主义题材，除往年喜剧动作贡献主要票房之外，今年现实主义题材影片《我不是药神》、《无名之辈》成为新爆款类型，中国电影观众选择呈现多样化趋势。进口片中好莱坞影片的霸主地位依旧突显。在票房 TOP10 进口片中，除了票房第 10 的印度电影《神秘巨星》外，其它均为好莱坞影片。《海王》、《毒液》票房破十亿，突破了 DC 电影和漫威单人电影在华的票房天花板。2018 年阿米尔汗的《神秘巨星》票房为 7.5 亿，虽不及《摔跤吧！爸爸》的 13 亿，但凭借好故事仍取得较好成绩，位于进口片 TOP10。

图表25： 2018 年国产影片 TOP10 票房

影片	票房	国家
红海行动	36.5	中国/中国香港
唐人街探案 2	34	中国
我不是药神	31	中国
西虹市首富	25.5	中国
捉妖记 2	22.4	中国/中国香港
前任 3：再见前任	16.5	中国
后来的我们	13.6	中国/中国台湾
一出好戏	13.6	中国
无双	12.7	中国/中国香港
超时空同居	9	中国

资料来源：联讯证券

图表26： 2018 年进口影片 TOP10 票房

影片	票房	国家
复仇者联盟 3：无限战争	23.9	美国
毒液：致命守护者	18.7	美国
侏罗纪世界 2	17	美国
海王	16.8	美国
头号玩家	14	美国
碟中谍 6：全面瓦解	12.5	美国
巨齿鲨	10.5	美国/中国香港/中国
狂暴巨兽	10	美国
蚁人 2：黄蜂女现身	8.3	美国
神秘巨星	7.5	印度

资料来源：联讯证券

四、电影产业链：院线兴起并购潮，互联网助力电影行业发展

（一）电影产业链现状分析

制片准入门槛低，参与者众多。目前国内电影制作机构数量多但市场集中度低，国有和民营制作机构市场角逐。以中国电影和上海电影为代表的大型国有企业资源丰富、实力较强；同时民营制片方崛起，成为电影生产的主力军，华谊兄弟、博纳集团、光线集团等大型民营制片均已上市，积极进行产业链纵向整合和横向扩张。发行市场集中度高，国内发行机构 CR10 超过 60%。国有企业中影和华夏垄断进口片的引进和发行，民营企业中以万达影视、华谊兄弟、光线影业、博纳影业和乐视影业为主要市场力量。院线市场集中度低。2013 年-2016 年国内院线 CR3 在 30%左右，且有小幅下降趋势。2017 年上半年，国内市场占比 TOP3 的院线分别为万达院线、大地院线、上海联合院线，市场占比分别为 13.53%、8.46%、8.11%。当前，我国院线行业的龙头纷纷上市，利用资本平台，通过收购兼并扩大市占率的路径已打通。并购整合可以提高院线的竞争力和综合实力，增强盈利能力。另一方面，院线并购带来集中度提高，从而产业链中可以获得对制片方和发行方更高的议价能力。



图表27： 电影行业产业链现状

	产业链上游		产业链下游	
	制片商	发行商	院线	影院
核心职能	电影的融资、拍摄、后期制作；制作公司将电影版权出售给渠道发行商	影片的营销推广策略制定、实施与院线洽谈拷贝投放	负责影院的管理工作，与发行方沟通制定影院排片放映	电影产业链的其中一个终端，影片放映的实际场所和票房回收的首个环节
代表公司	中国电影、上海电影、光线传媒、华谊兄弟	中国电影、华谊兄弟、腾讯影业、阿里影业	万达院线、大地院线、中影星美、中影南方	万达院线、中影星美、上海联合、中影南方
集中度	较分散	较集中	较分散	较集中
票房分账	33%~35%	5%~15%	约 7%	约 50%
未来趋势	全产业链，院线巨头向上游并购			

资料来源：万达电影招股说明书、联讯证券研究院

（二）产业链新趋势：互联网促进电影产业纵深发展，BAT 打造“互联网+影业”

2014 年以来，以 BAT 为主的互联网公司加速进入电影产业，以技术、平台、用户思维重塑影视产业链。BAT 从视频平台和渠道端定位，逐步向上游内容环节和终端用户延展，通过宣发、IP 孵化、在线票务等手段介入内容制作和观众营销，电影产业链节点更趋多元化。互联网给传统电影产业链条带来一系列新变化。传统制片环节，互联网依靠其资源优势，对热门网文 IP 进行影视孵化、创作自带粉丝效应的作品发行环节，在线票务平台扩大了影片与用户的直接接触面，在增加消费的同时，也可以利用得到的用户数据，分析观众消费偏好，进行精准宣传。院线方面，传统影院通过与互联网公司合作，推出“自动检票”、“支持退票”等服务，同时视频网站成为院线电影下映后的网络放映渠道。

图表28： 产业链传统公司与互联网公司

制作		发行		院线	
传统影业	互联网影业	传统发行	在线发行	传统院线	互联网院线
中国电影	乐视网	万达影业	微影时代	万达院线	爱奇艺
华谊兄弟	腾讯影业	光线传媒	猫眼娱乐	大地院线	优酷

来源：联讯证券



五、投资建议

在标的方面，我们推荐高壁垒，具有护城河的公司：（1）公司各项指标位于行业前列，有望完成并购实现全产业链布局的万达电影。（2）前瞻布局三四五线城市，受益于低线城市票房高速增长的横店影视。（3）基于全产业链布局叠加进口分账片发行地位不可撼动的中国电影。（4）拥有丰富和优质的影视 IP 储备的光线传媒。

六、风险提示

电影票房不及预期、行业竞争持续激烈，影院整合速度不及预期等。

图表29： 电影行业部分公司估值表

证券代码	证券简称	EPS（元/股）				PE（元/股）				总市值（亿元）
		2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
002739.SZ	万达电影	增持+	22.06	0.72	0.96	1.11	1.28	25.57	23.09	19.89
300251.SZ	光线传媒	增持+	8.49	0.78	0.85	0.37	0.45	10.07	10.02	22.83
002027.SZ	分众传媒	增持+	5.56	0.33	0.43	0.49	0.57	11.83	12.98	11.41
300027.SZ	华谊兄弟	增持+	4.60	0.12	0.27	0.32	0.39	23.15	17.29	14.29
600977.SH	中国电影	买入-	14.99	0.70	0.75	0.73	0.84	17.99	19.89	20.47

资料来源：wind、联讯证券研究院



分析师简介

陈净娴，2016 年加入联讯证券，现任传媒互联网组长。证书编号：S0300516090001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com