

# 人次驱动行业增长，新技术带动变革

## ——映前广告行业深度报告



### 核心观点

- **长期来看，映前广告与票房保持强正相关关系（5.5%-7.0%）。**作为典型的品牌/展示广告类型，映前广告市场空间与展示次数、对应人群有较强相关性。我们通过对美国及国内市场研究发现，映前广告市场与票房具有较强相关性，保持在 5.5%-7.0% 之间。此外，映前广告具有较强的抗干扰性和高回想率，品牌广告展示效果强；也是仅次于楼宇媒体增长的第二大刊例花费增长媒介。
- **产业链格局，上游影投集中度高，中游运营商垄断。**TOP15 影投占据 23% 影院数、33% 屏幕数以及 46% 观影人次，作为资源方，其集中度相对较高；且由于一二线城市上座率高、目标客户剧集，其广告价值更高。中游由四大运营商垄断，分众、万达、中影、晶茂四大运营商覆盖影院比例达 52%，覆盖屏幕数达 59%，占映前广告收入集中达 92%。但随着全国影院步入整合期，运营商扩张速度放缓，一二线城市基本瓜分完毕。以分众晶视为例，我们发现映前广告单屏收入与点位分布具有一定关系，一二线城市单屏收入更高；由于行业竞争较为激烈，龙头规模效应较为有限。
- **短期仍需关注宏观经济波动，长期新技术有望带动三四线流量价值回归。**短期来说，映前广告属于典型品牌广告，CPM 高于楼宇媒体等其他广告形式，受到经济周期波动影响较大，具体影响有待观察。长期来看，由于影院上座率低、下沉城市用户广告价值略低于一二线城市导致资源与价格的不匹配。近年来，映前广告行业出现“以人次计费的影院广告平台”，通过 TMS 实时监测观影人数，按照 CPM 计费，确保广告的有效投放，为广告主大幅节省营销成本，进而实现三四线点位价值回归。

### 投资建议

- 我们从两方面看好映前广告增长：1) 映前广告与票房/观影人次强相关，长期来看，相比于发达国家，我国人均观影次数仍有提升空间，映前广告有望伴随增长；2) 资源定价模式有望改变，以人次计费的映前广告模式以及下沉市场营销机会都将推动三四线映前广告价值回归，进一步提高填充率，增收增效。

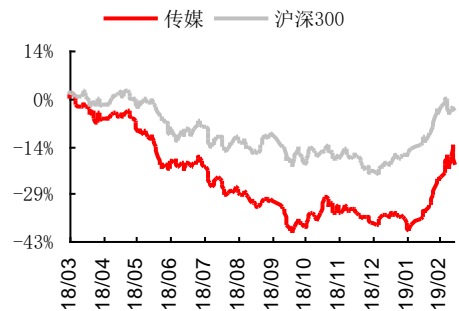
### 风险提示

- 宏观经济风险、租赁费用上升、票房/观影人次不及预期

**行业评级** **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股  
行业 传媒  
报告发布日期 2019 年 03 月 28 日

### 行业表现



资料来源：WIND

**证券分析师** 项雯倩  
021-63325888\*6128  
xiangwenqian@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517020003

**联系人** 高博文  
021-63325888-6089  
gaobowen@orientsec.com.cn

## 目 录

<b>1. 空间及驱动：展示广告逻辑，观影人次驱动</b> .....	<b>4</b>
1.1 模式优势：覆盖主流消费人群、强感染力增强效果 .....	5
1.1.1 人群画像：观影人群覆盖主流消费人群 .....	5
1.1.2 映前广告优势：高广告回想率与高投放增长 .....	5
1.2 驱动因素：表观上与票房强相关，人次为核心驱动 .....	6
<b>2. 产业链及格局：影投、运营商及广告主</b> .....	<b>7</b>
2.1 上游：影投集中度较高，一二线广告价值大 .....	8
2.2 中游：市场分化，映前广告多模式发展 .....	9
2.2.1 一二线广告价值高，四大运营商垄断 .....	9
2.2.2 运营商扩张增速放缓，单屏映前广告收入下滑 .....	10
2.3 下游：客户类型与楼宇媒体重合度高，汽车投放占比高 .....	11
<b>3. 盈利情况：点位决定收入，龙头规模效应有限</b> .....	<b>12</b>
3.1 一二线城市点位价值大，分众、万达盈利居前 .....	12
3.2 一体化公司毛利率较高，填充率带动毛利率提升 .....	13
<b>4. 机遇与挑战：长期看好流量重估，短期关注经济波动</b> .....	<b>13</b>
4.1 长期趋势：看好长尾流量价值重估 .....	13
4.2 短期情况：关注宏观经济波动影响 .....	14
<b>5. 投资建议</b> .....	<b>14</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 图表目录

图 1：广义映前广告分类.....	4
图 2：影院人群画像.....	5
图 3：各媒介广告回想率.....	6
图 4：各媒介广告刊例花费变化（2018）.....	6
图 5：美国影院广告市场及北美票房比例.....	6
图 6：映前广告市场规模及票房比例.....	7
图 7：映前广告产业链.....	7
表 1：影投公司票房、人次及屏幕情况（2017 年）.....	8
图 8：Top10 影投公司电影票房分布（2017 年）.....	9
表 2：Top10 影投公司电影票房分布（2017 年）.....	9
表 3：分众合作影投情况.....	10
图 9：全国影屏幕数量变化情况.....	10
图 10：分众影屏幕数量变化情况.....	11
图 11：万达影屏幕数量变化情况.....	11
图 12：2017 年影院视频广告花费 TOP10 品牌增幅.....	11
图 13：2018 前三季度影院视频广告花费 TOP10 品牌增幅.....	11
图 14：全国单屏幕映前广告收入.....	12
图 15：分众单屏幕映前广告收入.....	12
表 4：映前广告运营商经营情况.....	12
图 16：分众晶视及各院线广告业务收入及毛利率（2017 年）.....	13
图 17：分众晶视映前广告收入及毛利率（2008-2017）.....	13
图 18：基于 TMS 的数据投放.....	14

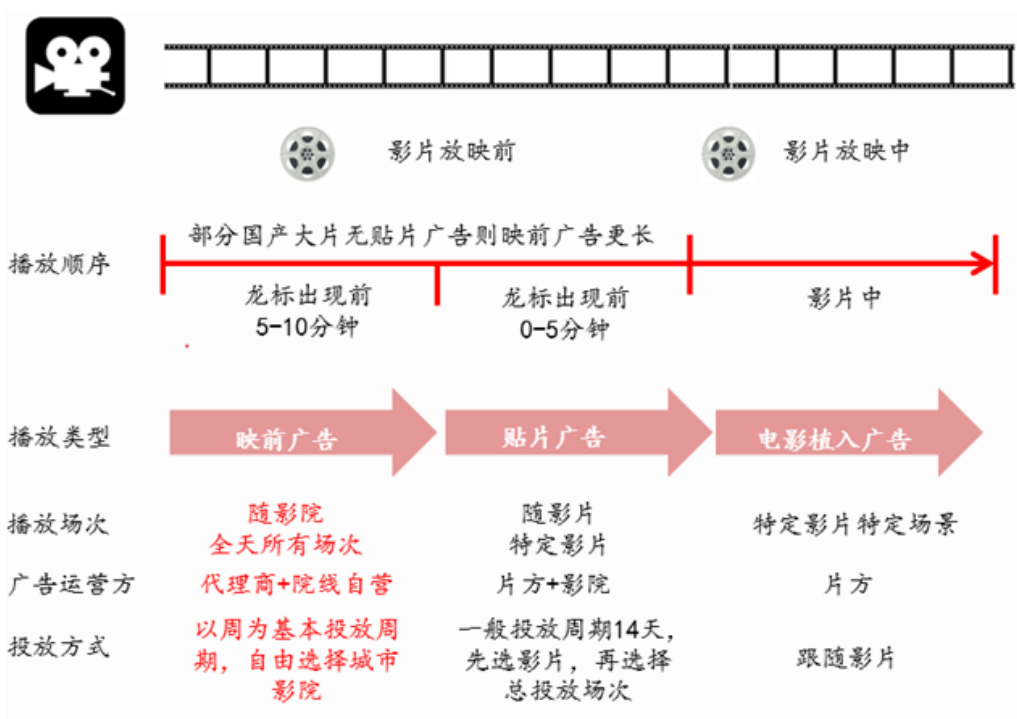
## 1. 空间及驱动：展示广告逻辑，观影人次驱动

广义的电影广告包括电影正片开始前出现的视频广告及插入广告，包括由影院主导的**狭义映前广告**、在**特定影片前的贴片广告**。映前广告针对性强，投入产出效果好，是主流的广告投放模式，保持稳定增长。按照广告时间及主要运营方，可以分为：

- **植入广告**：出现在影片中，在特定影片的特定场景出现，跟随影片播放，由片方运营。
- **贴片广告**：出现在影片开始的龙标出现前 0-5 分钟，有票房和影院运营，先选影片，再选择总投放层次。
- **映前广告**：出现在贴片广告之前，由代理商或院线自营，随影院全天所有场次播放。一般以周为单位，自由选择城市影院。

本文将主要聚焦狭义的映前广告，即由代理商、院线运营的影片前贴片广告。

图 1：广义映前广告分类



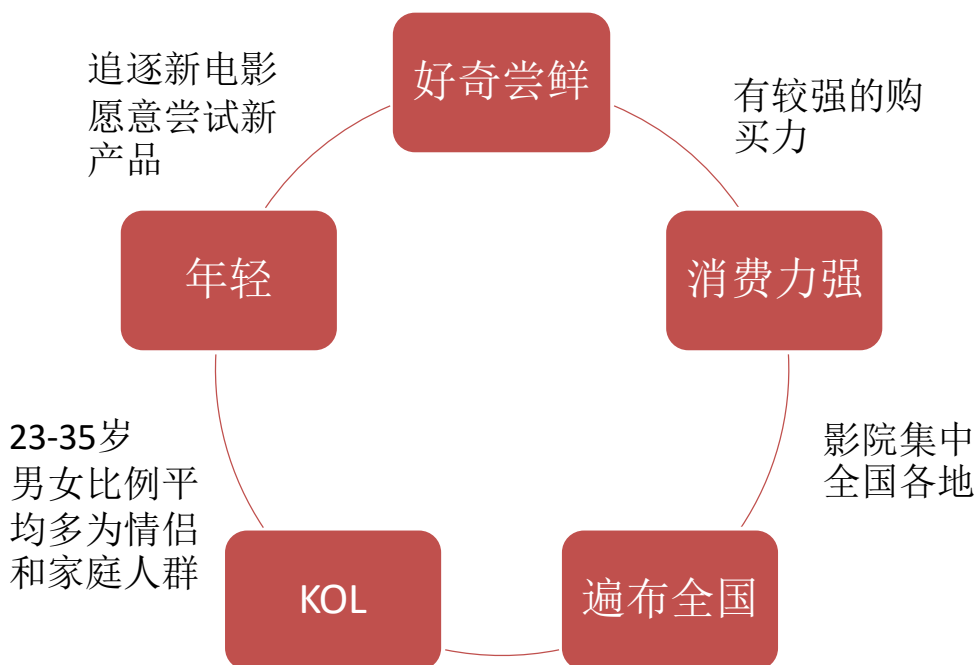
资料来源：东方证券研究所

## 1.1 模式优势：覆盖主流消费人群、强感染力增强效果

### 1.1.1 人群画像：观影人群覆盖主流消费人群

影院观影人群中，18-35岁人群占比高，与消费主力人群高度匹配。观影人群年轻化的特点使得他们追逐潮流，更愿意尝试新产品新事物。对于互联网产品（如陌陌、支付等）、高端消费品（如奢侈品、汽车等），影院广告都有着更高的针对性及品牌塑造力。

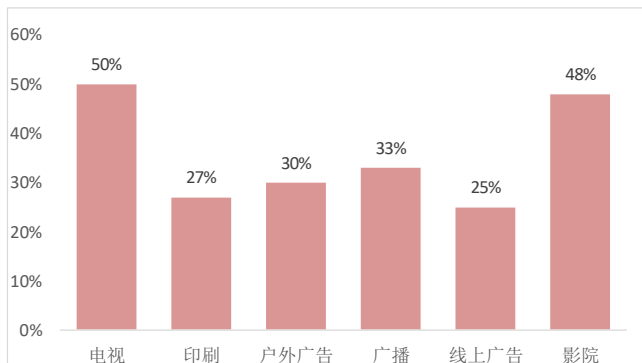
图 2：影院人群画像



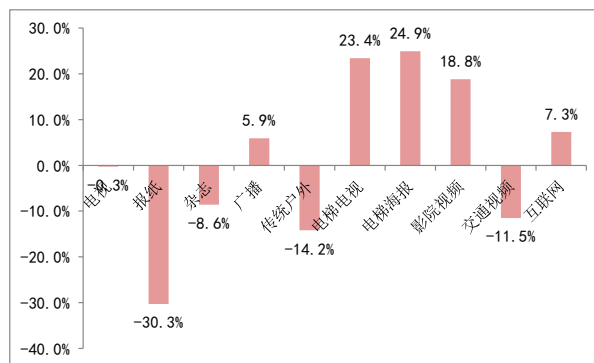
资料来源：星火传媒、东方证券研究所

### 1.1.2 映前广告优势：高广告回想率与高投放增长

相比于传统户外广告，映前广告更具有**感染力**。封闭空间、环绕音效和大屏视野三个层次使映前广告更具有感染力，从而充分发挥广告的视觉听觉优势，进一步加强用户记忆。根据CTR统计，各媒介刊例花费变化中，影院视频广告增长居前，同比增长18.8%，仅次于楼宇媒体，明显高于其他媒介。

**图 3：各媒介广告回报率**


资料来源：星火传媒、东方证券研究所

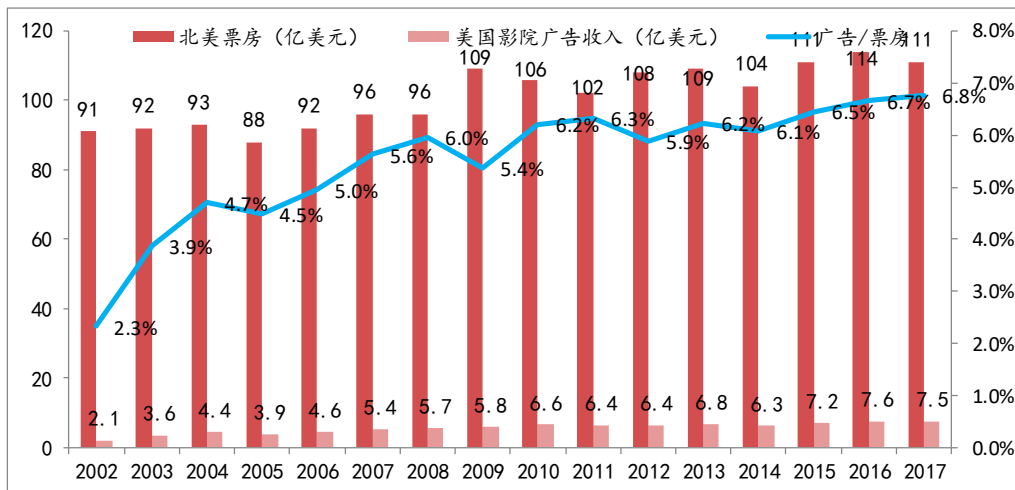
**图 4：各媒介广告刊例花费变化（2018）**


资料来源：CTR、东方证券研究所

## 1.2 驱动因素：表现上与票房强相关，人次为核心驱动

作为典型的品牌/展示广告类型，映前广告市场空间与展示次数、对应人群有较强相关性。我们通过对美国及国内市场研究发现，映前广告市场与票房具有较强相关性，保持在 5.5%-7.0% 之间。

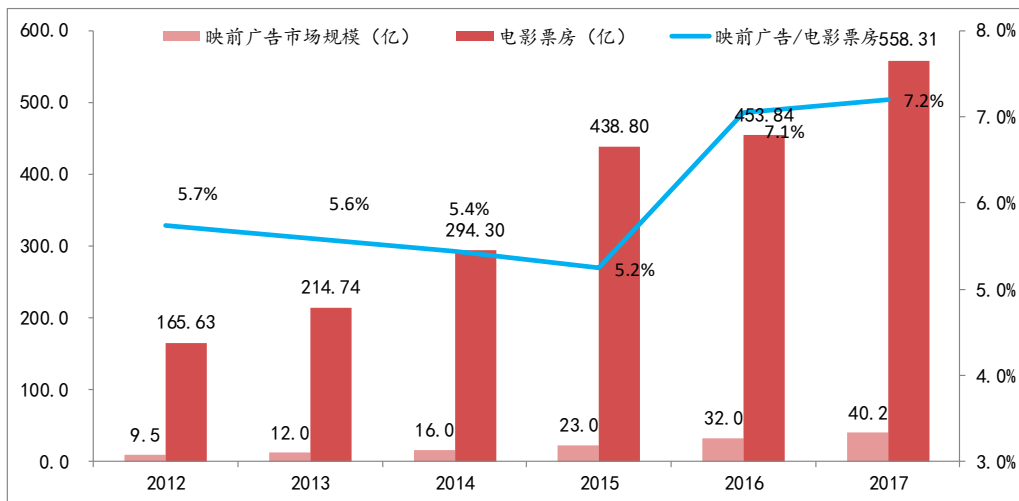
其中美国市场：根据 Statista 数据，2017 年美国影院广告 7.5 亿美元，占北美票房比重 6.8%。美国影院广告/票房比例中枢位于 5.5%-7.0% 之间。

**图 5：美国影院广告市场及北美票房比例**


资料来源：statista、东方证券研究所

中国市场：根据艺恩及 CTR 数据估算，2017 年中国映前广告收入 40.2 亿，占票房比重 6.7%。国内映前广告/票房比例中枢位于 5.5%-7.0% 之间。此外，我们可以发现 2015 年相关比例显著较低，主要是由于 15 年票房增长较快，广告主对票房/观影人次的滞后反应；2017 年比例大幅上升，主要由于线上流量高企，线下广告性价比提升所致。

图 6：映前广告市场规模及票房比例



资料来源：艺恩、CTR、东方证券研究所

映前广告是重要的媒介，具有高回想率和刊例花费增长。从长期来看，映前广告与票房收入强相关，保持 5.5%-7.0%。映前广告增长主要依赖于观影人次和商业模式改变。

## 2. 产业链及格局：影投、运营商及广告主

映前广告产业链分为三部分：上游影投，中游广告运营商和下游广告主。

- 上游：主要由影投公司构成，集中度相对较高，广告运营商需要每个影投单独商谈合作。
- 中游：主要是四大映前广告运营商，其中包括由中影、万达院线等向中游扩张的万达传媒和中影营销，也包括分众晶视和晶茂媒体。
- 下游：广告主类型与楼宇媒体较为重合，汽车、时尚商品投放较多。

图 7：映前广告产业链



资料来源：东方证券研究所

## 2.1 上游：影投集中度较高，一二线广告价值大

映前广告上游主要由影投构成，映前广告运营公司需要与每家影投商谈合作（院线主要负责供片，但不负责映前广告统一售卖，需要影投单独洽谈；万达、中影开始涉足映前广告，相对本身影投扩张具有一定优势）。影投集中度较高，2017年国内影院数10176家，屏幕数50776个，票房602亿，观影人次16.2亿人次。TOP15影投公司票房集中度达42.4%、观影人次集中度46.4%、影院人次和屏幕数分别22.9%和33.1%（租金议价能力较高）。

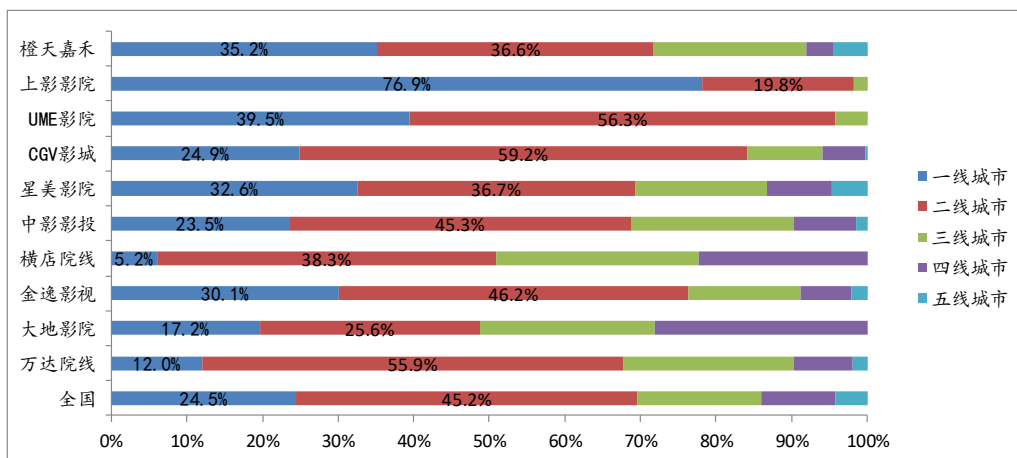
表 1：影投公司票房、人次及屏幕情况（2017年）

排名	影投	票房（百万）	观影人次（百万）	影院数	银幕数
	全国（共300）	60,208	1,602	10,176	50,776
1	万达电影	7,112	190	462	4,144
2	大地影院	3,369	108	468	2,781
*3	横店院线	1,999	66	260	1,675
*4	星美影院	1,720	54	313	1,945
5	中影影院投资	1,641	48	143	958
*6	金逸影视	1,606	49	122	877
7	CGV影城投资公司	1,493	42	89	703
8	耀莱管理公司	965	30	94	678
*9	上影影院	962	29	77	591
10	太平洋影管	864	22	63	439
11	保利影业	824	23	54	397
12	香港百老汇	784	18	48	353
13	幸福蓝海影院发展	754	25	67	477
*14	UME影院集团	747	20	41	525
15	博纳影院投资	686	19	32	265
CR(15)		42.4%	46.4%	22.9%	33.1%

资料来源：艺恩智库、wind(中国电影包括参控股院线)、东方证券研究所（\*为分众传媒主要合作影投）

**一二线城市点位价值大。**票房主要集中在一二线，根据艺恩数据显示，全国一线城市占比24.5%票房，二线城市占比45.2%票房，一二线城市仅有40%屏幕却占据近70%票房。由于映前广告与票房的关系，实际上，一二线城市的点位价值更大，议价能力更强。



**图 8：Top10 影投公司电影票房分布（2017 年）**


资料来源：艺恩智库、wind(中国电影包括参控股院线)、东方证券研究所

## 2.2 中游：市场分化，映前广告多模式发展

### 2.2.1 一二线广告价值高，四大运营商垄断

**四大运营商占据垄断地位：**分众、万达、中影、晶茂四大运营商覆盖影院比例达 52%，覆盖屏幕数达 59%，占映前广告收入集中达 92%，其中分众覆盖影院数 21%，覆盖屏幕数 23%，占收入 57%。万达与分众单屏贡献较高，均在 20 万+/年，这主要由于主要集中于一二线城市、票房占比更高，以万达为例，其屏幕占比 8.2%而票房占比高达 11.8%。

**表 2：Top10 影投公司电影票房分布（2017 年）**

公司	母公司	覆盖影院数	覆盖屏幕数	收入(亿)	单屏幕贡献(万/年)	合作影投
分众晶视	分众传媒	1900	12600	23	21	星美、上影、金逸、紫荆等
万达传媒	万达院线	497	4409	8	22.4	万达、博纳
中影营销	中国电影	900	6000	3	4.6	中影系
晶茂媒体	搜狐畅游	1500	10000	3	6.7	中影系、华夏、金颖、今典等
合计		4797	33009	37		
CR(4)		52%	59%	92%		

资料来源：艺恩智库、wind(中国电影包括参控股院线)、东方证券研究所

**运营商分为资源型和代理型：**万达、中影依托于本身院线资源；分众、晶茂通过合作影投。一般来说，分众、晶茂等公司与影投合同周期约为 3 年，每年租赁成本每年递增，运营公司享受一定规模优势，但较为有限。

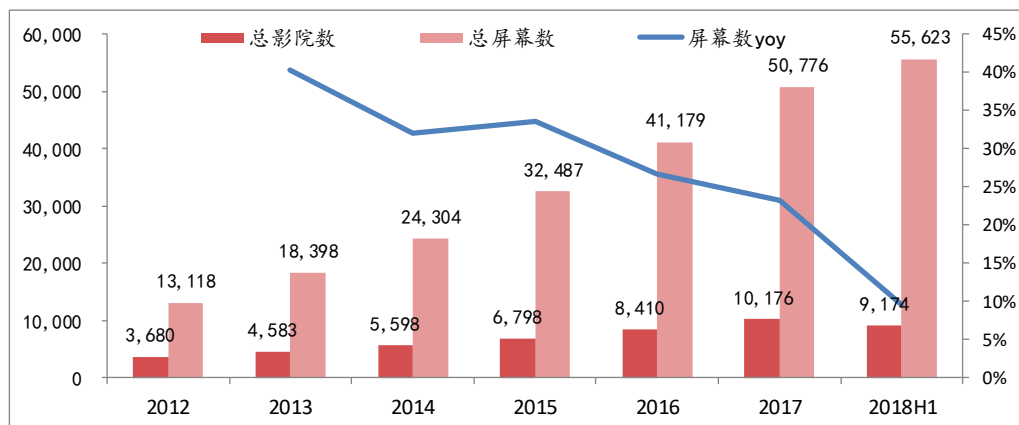
**表 3：分众合作影投情况**

合作影投（或下属广告公司）	覆盖影院	开始合作时间	新合同时间	租赁成本
北京星美今晟国际广告有限公司	星美体系影院	2006年	2016-2020	每年以固定比例递增
上海影城有限公司	上影体系影院	2006年	2016-2018	每年以固定比例递增
广州金逸影视传媒股份有限公司	金逸体系影院	2006年	2016-2020	每年以固定比例递增
北京思远优觅文化传播有限公司	思远优觅体系影院	2006年	2016-2018	不变
四川紫荆影业有限公司	紫荆体系影院	2006年	2016-2020	隔年递增

资料来源：艺恩智库、wind、各公司官网、东方证券研究所

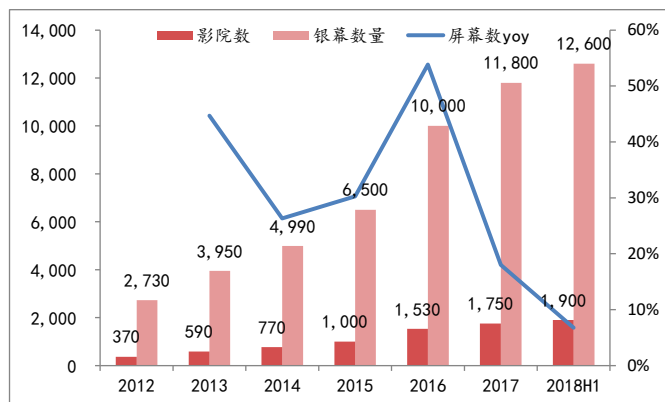
### 2.2.2 运营商扩张增速放缓，单屏映前广告收入下滑

全国影院进入整合期，影院下沉及增长趋势放缓。2018年上半年，国内影院数首次出现负增长，尽管屏幕数仍有较大幅度增速。**运营商扩张放缓**：分众上半年屏幕数增速仅7%，万达亦只有7%。一二线城市影院数共4000家左右，分众占据大部分，一二线扩张直接面临万达、中影院线资源，所以扩张速度明显放缓。

**图 9：全国影屏幕数量变化情况**


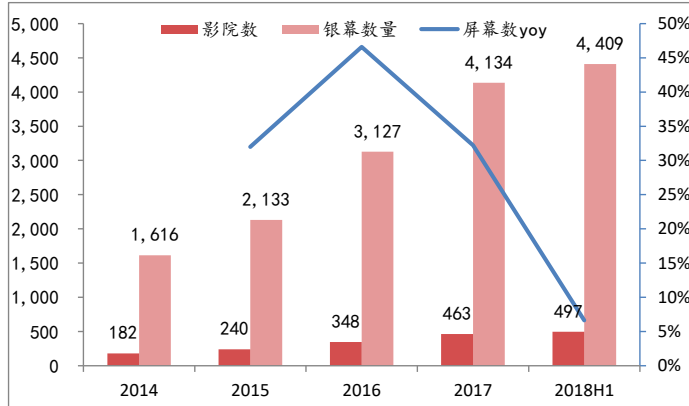
资料来源：壹娱观察、东方证券研究所

图 10：分众影屏幕数量变化情况



资料来源：公司财报、东方证券研究所

图 11：万达影屏幕数量变化情况



资料来源：公司财报、东方证券研究所

### 2.3 下游：客户类型与楼宇媒体重合度高，汽车投放占比高

**下游客户类型与楼宇媒体重合度高：**影院映前广告与楼宇媒体受众均为白领人群，广告主重合度较高，互联网新兴产品、电商等品牌在楼宇及影院媒体都有较大投放（分众在客户端具有一定优势）。  
**相比广告主类型仍有一定差距：**我们可以看到消费品（如蒙牛、伊利、郎酒等）在楼宇广告投放增加，但影院媒体相对较少。同样，汽车（如长安福特、保时捷等）、时尚消费品（暴龙等）在影院媒体投放较多，楼宇广告媒体相对较少。

图 12：2017 年影院视频广告花费 TOP10 品牌增幅

2017年影院视频广告花费TOP10品牌增幅	
陌陌	>1000%
长安福特	4.1%
优酷&土豆	52.1%
天猫	7.9%
还呗	204.3%
VIVO	53.0%
爱思特	93.0%
京东商城	501.7%
百事	233.9%
韩后	38.2%

资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

图 13：2018 前三季度影院视频广告花费 TOP10 品牌增幅

2018年前三季度影院视频广告花费TOP10品牌增幅	
弹个车	413.9%
快手	211.3%
幸福	271.3%
天猫	58.9%
苹果	106.6%
暴龙	33.6%
还呗	37.6%
瓜子二手车	628.0%
长安福特	21.4%
捉妖记2电影宣传片New	

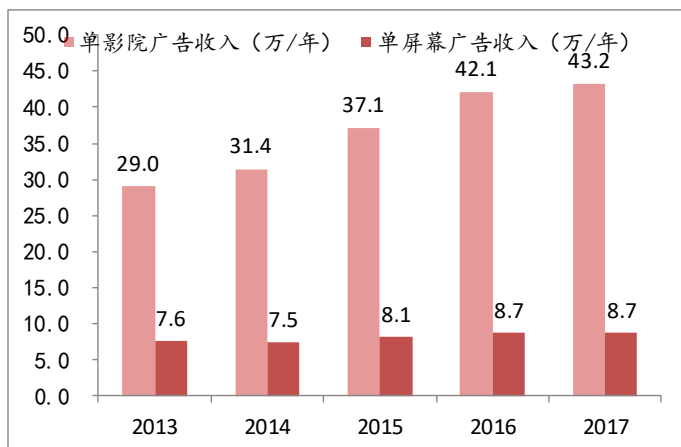
资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

### 3. 盈利情况：点位决定收入，龙头规模效应有限

#### 3.1 一二线城市点位价值大，分众、万达盈利居前

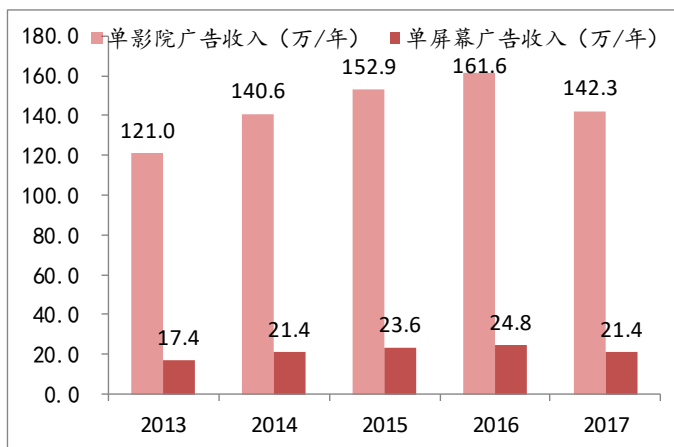
以分众传媒映前广告为例，我们进一步研究映前广告盈利的核心要素。分众单屏收入显著高于行业：2017年分众单屏幕映前广告收入21万，约行业平均2.5倍（草根调研北京万达单屏映前约27万）；单影院广告收入142万，约行业平均3倍以上。分众、万达盈利能力远高于行业平均，主要由于其点位分布在一二线城市，刊例价及填充率较高所致。

图 14：全国单屏幕映前广告收入



资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

图 15：分众单屏幕映前广告收入



资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

**以分众为例，龙头公司映前广告无明显超额收益。** 1) 收入端，分众传媒映前广告落地价、单屏收入与万达相近；2) 成本端，中影、万达主要都是自有影投屏幕，并无显性租金成本，毛利率较高。综合来看，分众映前广告并无超额收益。

但分众、万达单屏收入明显高于中影、晶茂，我们认为主要原因在于：1) 分众、万达映前广告落地价较高，因其单场观影人次明显高于行业平均（4.6万 VS 行业平均3万）；2) 分众、万达覆盖影投一二线占比较高，广告价值大、填充率高。

表 4：映前广告运营商经营情况

以北上广深一线城市为例							
	一二线票房占比	刊例价	折扣率	折算净价 (15秒/周/厅)	单屏映前广告 (万/年)	单屏票房 (万/年)	单屏观影人次 (万/年)
分众晶视	上影97%	-	30%	-	21.0	163.0	4.9
万达传媒	68%	6700/30秒/周/厅	30%	1,005	22.4	172.0	4.6
中影营销	中影68%	12000/15秒/4周/厅	30%	900	6.7	行业平均119	行业平均3.2
晶茂媒体	中影68%	11000/15秒/4周/厅	30%	825	4.6		

资料来源：草根调研、各公司官网、东方证券研究所

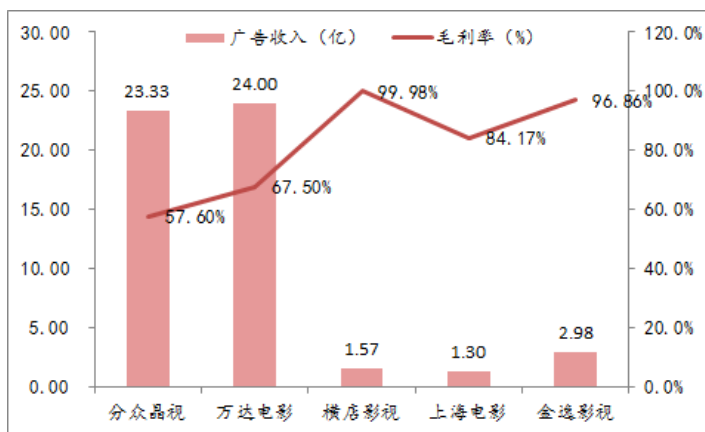
**映前广告 CPM 价格高，受宏观环境冲击最大。** 以分众单屏为例，年收入21万，年观影人次4.6万人，15s/厅广告售卖，广告库存约5分钟（单场20个广告），其中空置率约40-50%，可得映前广告 CPM 约380-460元。从 CPM 来看是所有媒介中最贵的，是广告主投放放缓情况下影响最大媒介。

## 3.2 一体化公司毛利率较高，填充率带动毛利率提升

以分众晶视为例，我们分别从横向比较和纵向比较公司毛利率水平发现，映前广告运营公司竞争较为激烈，龙头公司规模效应有限。

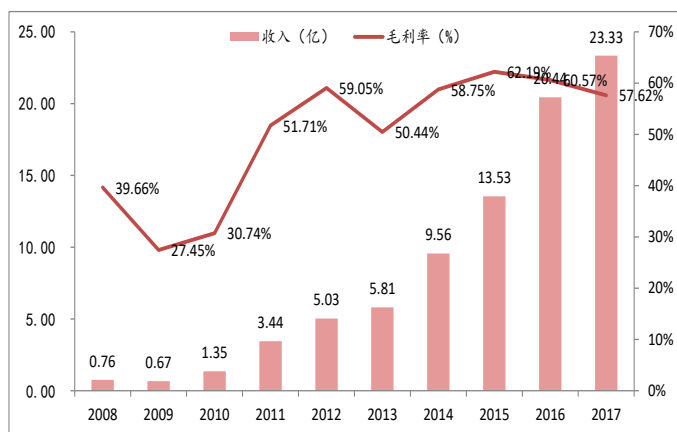
- **横向比较：**分众晶视是众多院线广告公司中毛利率最低的（57.6%），主要由于分众晶视的成本主要是租赁成本，一体化毛利率较高，相比于万达电影广告业务（67.5%），分众晶视毛利率亦较低。对于同样纯运营公司，理论上收入规模越大，毛利率越高。
- **纵向比较：**从2008–2017年上看，映前广告毛利率有明显先升后降趋势，08–15年上升主要由于规模效应，租赁成本是固定成本，具有经营杠杆，随着营收快速增长，毛利率提升明显。15–17年下降主要由于一二线城市扩张完成后，边际收入下降所致。

图 16：分众晶视及各院线广告业务收入及毛利率（2017 年）



资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

图 17：分众晶视映前广告收入及毛利率（2008-2017）



资料来源：CTR、公司财报、东方证券研究所

整体上看，龙头公司由于点位分布集中一二线及填充率较高，单屏收入显著高于行业平均水平。纯运营商由于租赁成本较高，故毛利率较低；随着自身填充率提升，毛利率呈现上升趋势。以分众为例，龙头公司并无明显超额收益及毛利率，规模效应空间有限。

## 4. 机遇与挑战：长期看好流量重估，短期关注经济波动

### 4.1 长期趋势：看好长尾流量价值重估

从上文不同映前广告运营公司单屏收入及毛利率可以看出，一二线点位具有明显头部效应。由于影院上座率低、下沉城市用户广告价值略低于一二线城市导致资源与价格的不匹配。近年来，映前广告行业出现“以人次计费的影院广告平台”，通过 TMS 实时监测观影人数，按照 CPM 计费，确保广告的有效投放，为广告主大幅节省营销成本，进而实现三四线点位价值回归。

图 18：基于 TMS 的数据投放



资料来源：星火传媒，东方证券研究所

## 4.2 短期情况：关注宏观经济波动影响

**映前广告受经济周期冲击最大**，原因两点：1) 相比于楼宇广告 CPM 较高。以分众单屏为例，年收入 21 万，年观影人次 4.6 万人，15s/厅广告售卖，广告库存约 5 分钟（单场 20 个广告），其中空置率约 40-50%，可得映前广告 CPM 约 380-460 元，高于框架&LCD (30-50 人民币)；2) 城市圈核心资源为楼宇 LCD，框架，经济周期下行先削品牌性弱的预算，映前广告或率先受影响。

## 5. 投资建议

我们从两方面看好映前广告增长：1) 映前广告与票房/观影人次强相关，长期来看，相比于发达国家，我国人均观影次数仍有提升空间，映前广告有望伴随增长；2) 资源定价模式有望改变，以人次计费的映前广告模式以及下沉市场营销机会都将推动三四线映前广告价值回归，进一步提高填充率，增收增效。

## 风险提示

- **宏观经济增速放缓**

受宏观经济放缓影响，广告主投放意愿下降，可能导致映前广告预算下滑。

- **租赁费用上升风险**

运营商与影投租赁期一般为 3 年，每年以一定比例增长租金，租金上涨可能导致行业毛利率下降。

- **票房/观影人次不及预期**

映前广告收入与票房/观影人次具有较强相关性。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。



## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

