

证券研究报告—深度报告

传媒

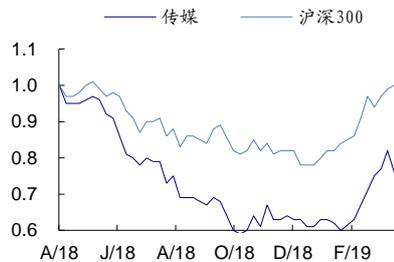
年报及一季报总结暨 5 月投资策略

中性

(维持评级)

2019 年 05 月 10 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

- 《传媒行业 4 月投资策略: 业绩密集披露, 持续推荐高成长标的及广电行业》——2019-04-10
- 《5G 行业专题研究: 5G 渐近, 推荐有线电视板块及通信行业龙头公司》——2019-03-22
- 《营销云行业深度: 从 2C 到 2B, 技术引领营销产业迈入新阶段》——2019-03-08
- 《行业快评: “媒体融合”促进政策频出, 国有媒体公司迎来新机遇》——2019-02-27
- 《电影行业动态: 春节档整体表现平淡, 《流浪地球》筑国产科幻电影里程碑》——2019-02-12
- 《行业专题研究: Vlog: 视频舶来品的中国机遇在哪里?》——2019-02-01

证券分析师: 张衡

电话: 021-60875160
E-MAIL: zhangheng2@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517060002

证券分析师: 侯帅楠

电话: 021-60875168
E-MAIL: houshuainan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518090001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

商誉集中减值板块业绩下行, 持续推荐优质成长标的

● 市场回顾: 国有媒体领涨传媒板块

2019 年初至 5 月初, 中信传媒指数上涨 18%, 低于沪深 300 指数涨幅 (30%); 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名第 24 位。涨幅居前标的以国有媒体板块标的为主。2019 年年初至今涨幅 TOP10 标的中国有媒体板块标的占 4 位, 人民网、中视传媒、新华网、中广天择涨幅均超过 60%。

● 年报及一季报总结: 商誉集中减值, 板块业绩下行

2018 年传媒板块整体收入增速平稳, 大规模商誉减值下净利润出现较大调整。2018 年传媒板块实现营业收入 5887 亿元, 同比增长 12%; 实现归母净利润为 -164 亿元, 同比下降 142%; 传媒板块整体毛利率呈下降趋势, 但期间费用率趋降, 2019Q1 经营性净现金流整体回升显著。2018 年传媒板块整体商誉减值损失 431 亿元, 同比增长 588%; 剔除商誉减值影响, 2018 年传媒板块归母净利润增速为 -32%, 板块业绩依然下行。

2019Q1 传媒板块净利润依然承压。2019Q1 传媒板块实现营业收入 1312 亿元, 同比增长 7%; 实现归母净利润 115 亿, 同比下降 21%。

细分板块业绩分化显著, 游戏板块业绩出现回暖。版号重启下, 2019Q1 游戏板块业绩出现回暖; 广电及平面媒体板块收入及业绩增速稳定; 政策影响下, 影视板块业绩持续承压; 营销板块 2018 年收入增速亮眼, 但受分众传媒影响 2019Q1 收入及业绩表现较差。

● 基金持仓: Q1 持仓市值提升, 板块配置意愿依然相对较低

2019Q1 传媒板块公募基金重仓市值为 240.98 亿元, 环比提升 26.64%; 重仓持股总量为 16.65 亿股, 相比于 2018 年年底增加 1.31 亿股; 但传媒重仓市值占全 A 重仓市值比例环比略降 0.04pct, 板块配置意愿相对较低。2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP3 标的为分众传媒、东方财富及星辉娱乐。

● 投资建议: 持续推荐高成长及低估值标的

建议关注三条主线: 1) 推荐竞争优势明显、商业模式清晰的细分行业龙头标的, 建议关注芒果超媒、三七互娱、游族网络等。2) 从防风险角度, 建议关注低估值稳定成长的国有出版发行板块, 推荐中南传媒、凤凰传媒、中文传媒等标的; 3) 从主题角度, 全年看好媒体融合及广电 5G, 媒体融合相关标的为人民网、新华网、中视传媒、浙数文化等; 广电 5G 建议关注贵广网络、歌华有线等标的。上月投资组合顺网科技、贵广网络、游族网络表现良好, 5 月份推荐组合为三七互娱、游族网络。

● 风险提示: 宏观经济风险, 流动性风险, 业绩及商誉风险, 监管政策风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS (TTM; 元)	PE (TTM)
002555.SZ	三七互娱	买入	14.07	298.97	0.50	28
002174.SZ	游族网络	买入	19.60	174.14	1.08	18

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

内容目录

市场回顾：国有媒体领涨传媒板块.....	4
年报及一季报总结：商誉集中减值，板块业绩下行.....	5
基金持仓：Q1 持仓市值提升，板块配置意愿依然相对较低.....	9
投资建议：持续推荐优质成长标的.....	11
风险提示.....	11
国信证券投资评级.....	12
分析师承诺.....	12
风险提示.....	12
证券投资咨询业务的说明.....	12

图表目录

图 1: 2019 年初至 4 月初传媒板块与重要指数涨跌幅情况.....	4
图 2: 中信一级行业年初至 4 月初涨跌幅排序	4
图 3: 传媒行业营业收入及增速变化.....	5
图 4: 传媒行业归母净利润及增速变化	5
图 5: 传媒行业商誉减值损失变化	6
图 6: 传媒行业毛利率及净利率变化.....	7
图 7: 传媒行业期间费用率变化	7
图 8: 传媒行业经营性净现金流/营业收入变化	8
图 9: 传媒行业经营性净现金流变化.....	8
图 10: 传媒行业商誉及商誉/净利润变化	8
表 1: 年初至 5 月初传媒涨幅 TOP10 标的	5
表 2: 年初至 5 月初传媒跌幅 TOP10 标的	5
表 3: 传媒行业商誉减值损失 TOP10 公司	错误!未定义书签。
表 4: 传媒各细分版块收入变化 (亿元)	7
表 5: 传媒各细分版块归母净利润变化 (亿元)	7
表 6: 2019H1 传媒行业主要板块业绩预告情况 (亿元)	9
表 7: 2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP10.....	10
表 8: 2019Q1 传媒板块基金重仓季报持股变动 TOP10.....	10
表 9: 2019Q1 传媒板块基金持股情况	11

市场回顾：国有媒体领涨传媒板块

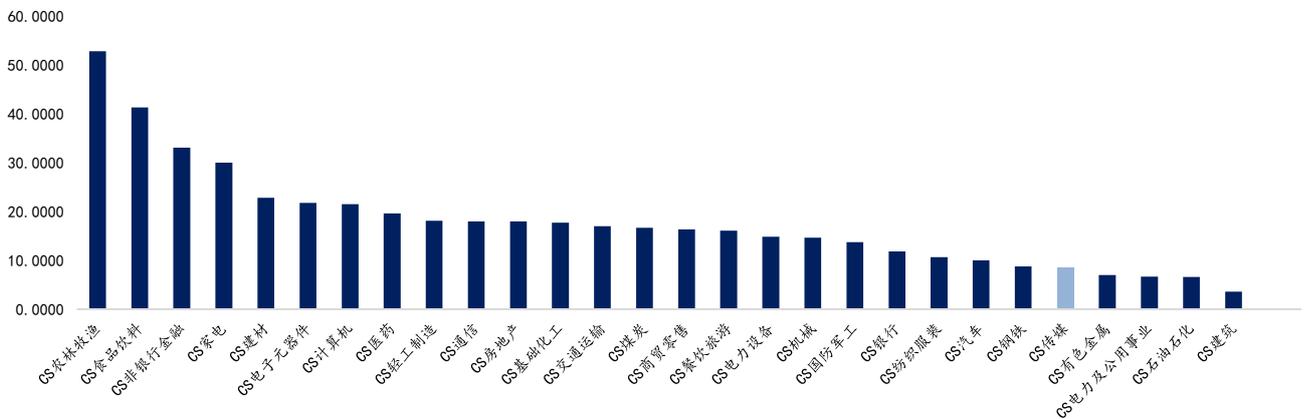
2019年初至5月初, 中信传媒指数上涨 18%, 低于沪深 300 指数涨幅(30%); 在中信一级 29 个板块中, 传媒板块排名第 24 位。

图 1：2019 年初至 5 月初传媒板块与重要指数涨跌幅情况



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

图 2：中信一级行业年初至 4 月初涨跌幅排序



资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

涨幅居前标的以国有媒体板块标的为主。2019 年年初至今涨幅 TOP10 标的中国有媒体板块标的占 4 位, 人民网、中视传媒、新华网、中广天择涨幅均超过 60。

表 1: 年初至 5 月初传媒涨幅 TOP10 标的

排序	证券简称	涨幅 (%)
300766.SZ	每日互动	171.28
603000.SH	人民网	162.47
600088.SH	中视传媒	86.91
300079.SZ	数码科技	82.98
603888.SH	新华网	68.30
603721.SH	中广天择	63.64
002530.SZ	金财互联	61.46
300226.SZ	上海钢联	55.81
002905.SZ	金逸影视	53.42
600640.SH	号百控股	51.07

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 2: 年初至 5 月初传媒跌幅 TOP10 标的

排序	证券简称	涨幅 (%)
600892.SH	大晟文化	-41.99
600242.SH	中昌数据	-37.81
300104.SZ	乐视网	-32.13
600652.SH	*ST 游久	-25.73
300133.SZ	华策影视	-25.45
002113.SZ	ST 天润	-24.53
002247.SZ	聚力文化	-19.53
002354.SZ	天神娱乐	-17.56
002143.SZ	*ST 印纪	-17.13
300269.SZ	联建光电	-14.73

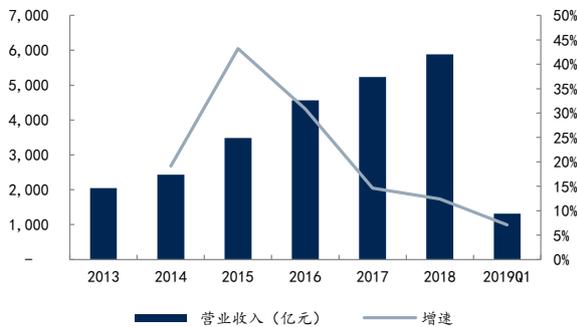
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

年报及一季报总结: 商誉集中减值, 板块业绩下行

2018 年传媒板块整体收入增速平稳, 大规模商誉减值下净利润出现较大调整。2018 年传媒板块实现营业收入 5887 亿元, 同比增长 12%; 实现归母净利润为 -164 亿元, 同比下降 142%。2018 年传媒板块整体商誉减值损失 431 亿元, 同比增长 588%, 共计 70 家传媒公司计提了商誉减值损失 (占比 50%)。剔除商誉减值影响, 2018 年传媒板块归母净利润增速为 -32%, 板块业绩依然下行。

2019Q1 传媒板块净利润依然承压。2019Q1 传媒板块实现营业收入 1312 亿元, 同比增长 7%; 实现归母净利润 115 亿, 同比下降 21%。

图 3: 传媒行业营业收入及增速变化



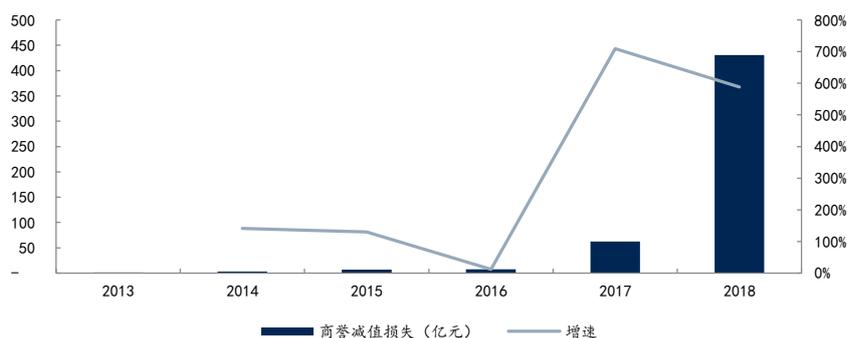
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 传媒行业归母净利润及增速变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 传媒行业商誉减值损失变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 3: 传媒行业商誉减值损失 TOP10 公司

代码	名称	商誉减值损失 (亿元)
002354.SZ	天神娱乐	40.60
300315.SZ	掌趣科技	33.80
002247.SZ	聚力文化	29.65
300269.SZ	联建光电	27.32
000038.SZ	深大通	21.23
300343.SZ	联创互联	20.71
000793.SZ	华闻传媒	19.56
002131.SZ	利欧股份	18.09
002445.SZ	ST 中南	15.29
002502.SZ	骅威文化	12.97

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

细分板块来看:

1) 版号重启下, 游戏板块业绩出现回暖。2019Q1 游戏板块收入同比增长 11%, 归母净利润同比增长 3%, 板块业绩开始回暖。其中, 浙数文化、昆仑万维、宝通科技、迅游科技、吉比特、完美世界在 2019Q1 均收入及净利润双升, 业绩增速达到 30% 以上。

2) 广电及平面媒体板块收入及业绩增速稳定。广电板块 2018 年收入同比增长 11%, 归母净利润同比增长 7%; 2019Q1 收入同比增长 5%, 归母净利润同比增长 48%; 广电板块收入增速稳定, 2019Q1 广电板块业绩增速高企主要系广电传媒 (毛利率下降显著)、中视传媒 (费用率下降显著)、华数传媒 (费用率下降显著)、歌华有线 (公允价值变动产生 1.49 亿收益) 业绩增速均超过 40%。

3) 政策影响下, 影视板块业绩持续承压。影视板块 2018 年收入同比增长 5%, 净利润同比下降 529%; 2019Q1 年收入同比下降 33%, 净利润同比下降 68%。其中电视剧板块受相关政策影响更为显著, 2018 及 2019Q1 收入端均出现下降, 净利润同比降幅分别为 -424% 及 -93%。

4) 营销板块 2018 年收入增速亮眼, 受分众传媒影响 2019Q1 收入及业绩表现较差。2018 年营销板块收入增速达到 23%, 主要受省广股份、蓝色光标、元隆雅图等标的拉动。2019Q1 营销板块收入同比增长 2%, 净利润同比下降 49%, 主要受分众传媒业绩下滑 77% 影响。

表 4: 传媒各细分版块收入变化 (亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YOY	2019Q1	YOY
游戏	235	255	343	486	559	581	4%	154	11%
阅读	10	16	21	31	42	46	8%	10	-6%
广播电视	301	336	531	586	597	662	11%	136	5%
营销	337	376	600	823	991	1,220	23%	259	2%
平面媒体	616	717	827	903	904	942	4%	196	7%
互联网	101	229	480	791	980	1,190	21%	266	18%
影视	277	327	500	675	801	844	5%	138	-33%
——电影	145	183	267	318	358	365	2%	95	-11%
——电视剧	132	144	180	244	269	228	-15%	42	-13%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

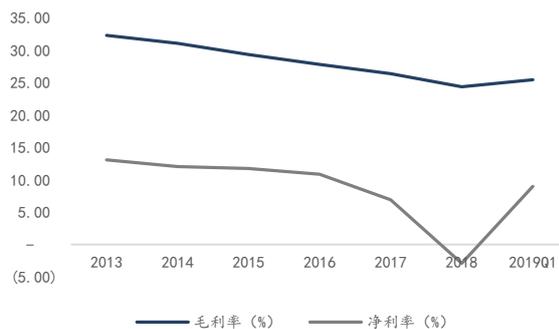
表 5: 传媒各细分版块归母净利润变化 (亿元)

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	YOY	2019Q1	YOY
游戏	26	38	61	103	137	-69	-150%	33	3%
阅读	2	2	2	3	5	-9	-275%	1	-40%
广播电视	43	51	78	77	63	67	7%	20	48%
营销	11	26	58	81	77	-3	-104%	10	-49%
平面媒体	70	76	86	96	91	31	-66%	21	17%
互联网	14	20	42	35	-126	-32	-75%	8	58%
影视	31	43	41	56	47	-203	-529%	11	-68%
——电影	20	26	41	46	47	12	-74%	9	-40%
——电视剧	11	16	26	41	38	-124	-424%	2	-93%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

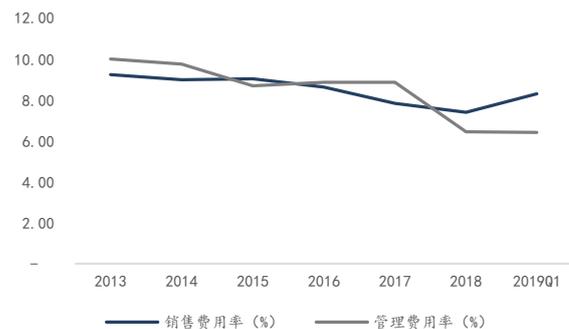
盈利能力: 整体毛利率呈下降趋势, 费用率趋降。2018 年传媒板块毛利率 24.40%, 同比下降 2pct; 2019Q1 传媒板块毛利率 25.48%, 同比下降 2pct。2019Q1 传媒板块净利率为 8.97%, 同比下降 3pct。期间费用方面, 2018 年销售费用率及管理费用率均下降, 2019Q1 销售费用率同比上升 1pct, 管理费用率下降 2pct。

图 6: 传媒行业毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

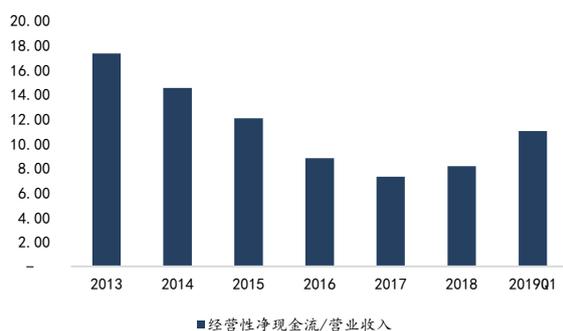
图 7: 传媒行业期间费用率变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

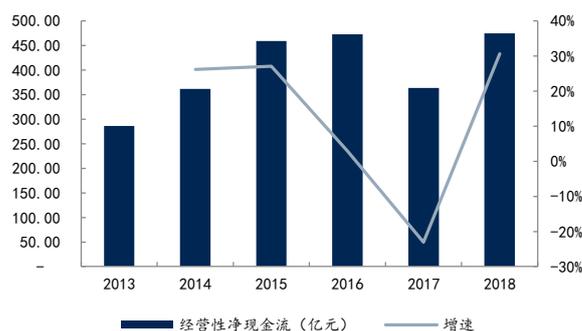
收益质量: 经营性净现金流整体回升显著。2018 年传媒板块经营性净现金流为 474.57 亿元, 同比增长 31%。2018 年传媒板块经营性净现金流/营业收入为 8.18, 同比提升 1pct; 2019Q1 传媒板块经营性净现金流/营业收入 11.02, 同比大幅提升 12pct。

图 8: 传媒行业经营性净现金流/营业收入变化 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

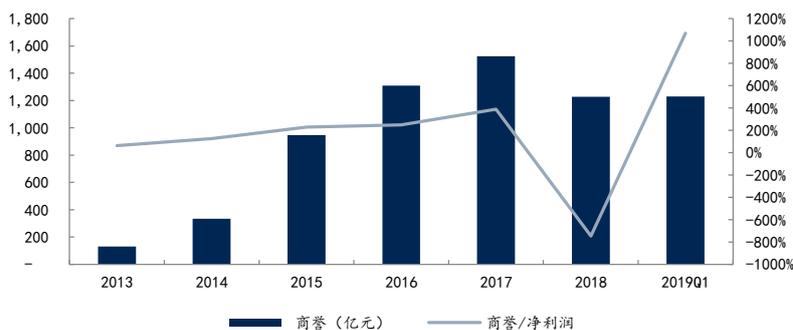
图 9: 传媒行业经营性净现金流变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

商誉方面: 板块商誉下降, 但商誉/净利润比值依然高企。在 2018 年 70 家传媒公司大幅计提商誉减值后, 2018 年板块整体商誉为 1227 亿元, 同比下降 20%; 2019Q1 板块整体商誉为 1229 亿元, 同比下降 21%。但从商誉/净利润来看, 2019Q1 传媒板块商誉/净利润为 1070%, 为历史最高值。

图 10: 传媒行业商誉及商誉/净利润变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中报前瞻: 从已披露业绩预告的公司情况来看, 业绩预增标的 3 家, 略增标的 3 家, 预减标的 2 家, 续亏标的 2 家, 首亏标的 1 家。龙头公司分众传媒业绩变化区间预计为-78%~-67%, 原因在于公司自 2018 年第二季度起公司大幅扩张电梯类媒体资源, 导致公司 2019 年上半年在媒体资源租金、设备折旧、人工成本及运营维护成本等同比均有较大幅度增长; 三七互娱业绩变化区间预计为 12%~25%, 主要系《斗罗大陆》H5 等优质游戏上线, 提升公司业绩; 麦达数字业绩变化区间预计为 65%~140%, 原因在于公司通过布局和锁定优质标的, 2018H1 将计入较大投资收益。

表 6: 2019H1 传媒行业主要板块业绩预告情况 (亿元)

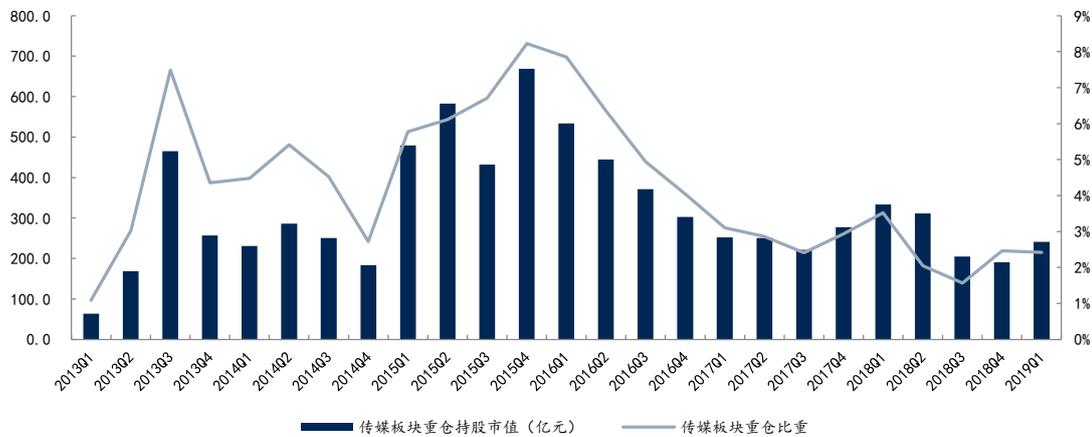
证券代码	证券简称	预告净利润同比增长上限%	预告净利润同比增长下限%	业绩预告类型
002113.SZ	ST 天润	150	100	预增
002425.SZ	凯撒文化	120	70	预增
002137.SZ	麦达数字	140	65	预增
002188.SZ	*ST 巴士	84	64	续亏
002175.SZ	*ST 东网	45	28	续亏
002555.SZ	三七互娱	25	12	略增
002292.SZ	奥飞娱乐	25	5	略增
002517.SZ	恺英网络	-56	-70	预减
002027.SZ	分众传媒	-67	-78	预减
002354.SZ	天神娱乐	-129	-172	首亏

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

基金持仓: Q1 持仓市值提升, 板块配置意愿依然相对较低

2019Q1 传媒板块基金重仓持仓市值提升, 传媒重仓市值占全 A 重仓市值比例环比略降。2019Q1 传媒板块公募基金重仓市值为 240.98 亿元, 相比于 2018Q4 的 190.30 亿元环比提升 26.64%。在重仓比重方面, 2019Q1 传媒板块重仓比例为 2.42%, 相比于 2018Q4 降低 0.04pct, 板块配置意愿相对较低。

图 1: 2013Q1-2019Q1 传媒板块重仓市值及传媒板块重仓比重变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

2019Q1 传媒板块重仓持股总量环比增长 1.31 亿股, 分众持股增长居前。2019Q1, 传媒板块公募基金重仓持股总量为 16.65 亿股, 相比于 2018 年年底增加 1.31 亿股。2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP3 为分众传媒、东方财富及星辉娱乐。季报持股变动数量排名第一的为分众传媒, 2018Q1 其季报持仓变动为 3.13 亿股, 基金重仓持股总量为 7.31 亿股。

表 7：2019Q1 传媒板块基金持仓 TOP10

名称	代码	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)
分众传媒	002027.SZ	4.99	456,707.08	73,190.29	31,339.17
东方财富	300059.SZ	9.07	773,803.16	39,927.92	-10,888.76
星辉娱乐	300043.SZ	9.37	56,799.60	8,091.11	7,832.09
完美世界	002624.SZ	14.24	219,640.10	6,940.17	333.07
视觉中国	000681.SZ	20.69	169,310.95	6,423.03	-1,551.95
中南传媒	601098.SH	1.62	37,452.29	2,910.05	-957.45
游族网络	002174.SZ	4.33	66,205.73	2,781.75	-288.68
三七互娱	002555.SZ	1.66	36,804.69	2,647.82	2,324.27
光线传媒	300251.SZ	0.84	19,860.36	2,298.65	-1,511.84
上海钢联	300226.SZ	15.02	191,362.18	2,279.48	-51.54

资料来源：wind、国信证券经济研究所

表 8：2019Q1 传媒板块基金重仓季报持股变动 TOP10

名称	代码	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)
分众传媒	002027.SZ	4.99	456,707.08	73,190.29	31,339.17
星辉娱乐	300043.SZ	9.37	56,799.60	8,091.11	7,832.09
三七互娱	002555.SZ	1.66	36,804.69	2,647.82	2,324.27
省广集团	002400.SZ	0.56	3,731.65	935.25	885.25
梦网集团	002123.SZ	1.41	11,127.17	876.85	876.85
广电网络	600831.SH	1.08	7,873.19	707.38	707.38
凯撒文化	002425.SZ	1.62	10,781.33	1,305.25	555.77
华数传媒	000156.SZ	0.32	4,962.13	407.07	375.46
完美世界	002624.SZ	14.24	219,640.10	6,940.17	333.07
宝通科技	300031.SZ	1.81	6,982.20	464.55	281.69

资料来源：wind、国信证券经济研究所

持股总量最多的 10 家公司为：分众传媒、东方财富、星辉娱乐、完美世界、视觉中国、中南传媒、游族网络、三七互娱、光线传媒、上海钢联。

持股总市值最多的 10 家公司为：东方财富、分众传媒、完美世界、上海钢联、视觉中国、吉比特、新经典、游族网络、星辉娱乐、中南传媒。

持股占流通股比重最高的 10 家公司为：新经典、视觉中国、元隆雅图、上海钢联、完美世界、吉比特、星辉娱乐、东方财富、凯文教育、分众传媒。

表 9: 2019Q1 传媒板块基金持股情况

排序	名称	持股总量(万股)	排序	名称	持股总市值(万元)	排序	名称	持股占流通股比(%)
1	分众传媒	73,190.29	1	东方财富	773,803.16	1	新经典	26.36
2	东方财富	39,927.92	2	分众传媒	456,707.08	2	视觉中国	20.69
3	星辉娱乐	8,091.11	3	完美世界	219,640.10	3	元隆雅图	16.80
4	完美世界	6,940.17	4	上海钢联	191,362.18	4	上海钢联	15.02
5	视觉中国	6,423.03	5	视觉中国	169,310.95	5	完美世界	14.24
6	中南传媒	2,910.05	6	吉比特	85,230.01	6	吉比特	10.01
7	游族网络	2,781.75	7	新经典	83,869.27	7	星辉娱乐	9.37
8	三七互娱	2,647.82	8	游族网络	66,205.73	8	东方财富	9.07
9	光线传媒	2,298.65	9	星辉娱乐	56,799.60	9	凯文教育	5.16
10	上海钢联	2,279.48	10	中南传媒	37,452.29	10	分众传媒	4.99

资料来源: wind、国信证券经济研究所

投资建议: 持续推荐优质成长标的

建议关注三条主线: 1) 推荐竞争优势明显、商业模式清晰的细分行业龙头标的, 建议关注芒果超媒、三七互娱、游族网络等。2) 从防风险角度, 建议关注低估值稳定成长的国有出版发行板块, 推荐中南传媒、凤凰传媒、中文传媒等标的; 3) 从主题角度, 全年看好媒体融合及广电 5G, 媒体融合相关标的为人民网、新华网、中视传媒、浙数文化等; 广电 5G 建议关注贵广网络、歌华有线等标的。上月投资组合顺网科技、贵广网络、游族网络表现良好, 5 月份推荐组合为三七互娱、游族网络。

附表: 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS (TTM; 元)	PE (TTM)
603000.SH	人民网	增持	18.92	209.20	0.22	84
603888.SH	新华网	增持	21.38	110.97	0.58	37
600088.SH	中视传媒	增持	15.05	59.85	0.32	48
300413.SZ	芒果超媒	买入	41.30	408.88	1.28	32
600996.SH	贵广网络	买入	8.37	87.26	0.30	28
002555.SZ	三七互娱	买入	14.07	298.97	0.50	28
002174.SZ	游族网络	买入	19.60	174.14	1.08	18
300058.SZ	蓝色光标	增持	4.43	105.63	0.19	23

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济风险, 流动性风险, 业绩及商誉风险, 监管政策风险等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032