

拟募资不超 20 亿元，加码影视版权运营与新媒体项目

——捷成股份点评

公司点评

胡皓(分析师)

huhao@xsdzq.cn

证书编号: S0280518020001

马笑(联系人)

maxiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280117100011

殷成钢(联系人)

yinchenggang@xsdzq.cn

证书编号: S0280120020006

● 事件:

2020年3月17日,公司披露2020年非公开发行A股股票预案,发行对象为不超过35名的特定对象;发行价格为不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的80%;发行股票数量不超过此次非公开发行前公司总股本的18%,即不超过约4.61亿股;募资总额不超过20亿元,其中15.5亿元拟用于版权运营与媒体经营项目,4.5亿元拟用于补充流动资金;锁定期6个月。

● 公司作为新媒体版权运营龙头,募资用于加码版权业务,加宽自身护城河。

公司作为国内版权运营龙头,截至2019年底,共计拥有新媒体电影版权8,233部,电视剧1,645部,动画片1,041部,每年采购的影视版权覆盖50%以上的国内电影、40%的卫视黄金档电视剧和卫视动漫。此次发行募资中15.5亿元拟用于版权运营与媒体经营项目,公司还将追加6.98亿元,使得项目的投资总额达到22.48亿元。此次募资有望拓宽公司护城河,巩固版权龙头地位。

● 华视网聚为国内领先版权分销商,提升版权运营实力迎来行业快速发展。

公司全资子公司华视网聚为国内最大的影视版权运营与分销平台,拥有海量电影、电视剧、动画版权,版权储备领跑市场。下游与华为、咪咕等平台战略合作,渠道优势显著。华视网聚2015-2018年复合增长率为57.21%,2018年营收30.89亿元,净利润6.5亿元。公司版权投入持续,2018年采购总额达到38.17亿元。本次非公开发行将延续公司版权投入,提升版权实力,有助于进一步加强公司版权矩阵,深化产业链一体化布局。

● 看好5G时代下视频行业发展,公司版权业务,音视频及超高清技术优势。

公司对内容板块业务线梳理优化,聚焦影视版权运营及数字版权发行业务,同时布局超高清产业和音视频技术,及在线教育信息化服务,有望受益于5G大时代下音视频发展新机遇。预计2020/2021年净利润分别为6.96/8.67亿元,同比增长22%/17.7%,对应EPS分别为0.27/0.34元,当前股价对应2020/2021年PE分别为16/13倍,基于乐观看好影视版权保护和视频行业在5G时代的大发展,我们维持公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 商誉及质押风险,竞争加剧,联运模式及超高清等不及预期。

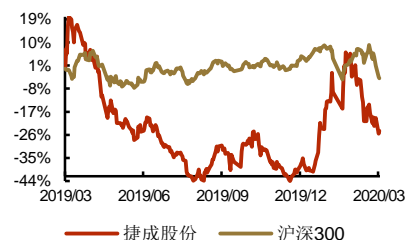
财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,366	5,028	3,574	4,360	5,130
增长率(%)	33.2	15.2	-28.9	22.0	17.7
净利润(百万元)	1,074	94	-2,363	696	867
增长率(%)	11.7	-91.3	-2623.8	-129.5	24.5
毛利率(%)	41.8	33.6	24.0	30.2	31.8
净利率(%)	24.6	1.9	-66.1	16.0	16.9
ROE(%)	11.0	0.9	-29.7	8.6	9.7
EPS(摊薄/元)	0.42	0.04	-0.92	0.27	0.34
P/E(倍)	10.4	119.9	-4.8	16.1	13.0
P/B(倍)	1.1	1.1	1.5	1.4	1.3

强烈推荐(维持评级)

市场数据	时间 2020.03.17
收盘价(元):	4.42
一年最低/最高(元):	3.08/7.36
总股本(亿股):	25.75
总市值(亿元):	113.81
流通股本(亿股):	17.91
流通市值(亿元):	79.16
近3月换手率:	378.39%

股价一年走势



收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-20.21	30.03	-24.24
绝对	-26.72	23.51	-24.7

相关报告

《风险充分释放,迎来影视版权业务和超高清视频发展新时代》2020-01-22

《实控人董监高集体增持,行业双重驱动支撑影视剧版权业务增长》2018-07-10

《影视版权龙头地位稳固,业绩高增长有望持续》2018-04-26

《捷成股份半年报点评》2017-07-31

目 录

1、 拟募集不超 20 亿元加码版权运营，同时补充运营资金.....	3
2、 公司经历战略重心调整，版权运营为核心业务.....	4
3、 加码版权业务，将进一步拓宽版权运营护城河.....	5
4、 盈利预测.....	8
5、 风险提示.....	9
附： 财务预测摘要.....	10

图表目录

图 1: 公司近 1 年质押率逐步改善.....	4
图 2: 公司 2015-2019 营业收入及同比增速.....	4
图 3: 公司 2015-2019 归母净利润及同比增速.....	4
图 4: 公司近 5 年商誉情况.....	5
图 5: 公司近 5 年商誉/净资产情况.....	5
图 6: 公司 2015-2019H1 营收结构.....	5
图 7: 华视网聚内容运营体系.....	6
图 8: 华视网聚盈利模式.....	6
图 9: 华视网聚电影、电视剧、动画版权.....	6
图 10: 2017H1 华视网聚市占率 82%.....	7
图 11: 2015-2019H1 华视网聚营业收入及同比增速.....	7
图 12: 2015-2019H1 华视网聚净利润及同比增速.....	7
图 13: 2015-2018 公司采购总额.....	8
图 14: 华视网聚媒体发行推广集群.....	8
表 1: 预计非公开发行募集资金金额与用途（单位：万元）.....	3

1、拟募集不超 20 亿元加码版权业务，补充运营资金

捷成股份立足于领先的音视频技术、云计算及大数据技术，迅速推进延展全生态链布局，构建集新媒体版权运营、影视内容制作与发行、数字技术和数字教育于一体的新型文化产业集团，战略目标是做具有国际创新技术的数字文化传媒集团。

事件：2020 年 3 月 12 日，公司披露 2020 年非公开发行 A 股股票预案，发行对象为不超过 35 名的特定对象；发行价格为不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的 80%；发行股票数量不超过此次非公开发行前公司总股本的 18%，即不超过约 4.61 亿股；募资总额不超过 20 亿元，其中 15.5 亿元拟用于版权运营与媒体经营项目，4.5 亿元拟用于补充流动资金；锁定期为 6 个月。

公司是国内新媒体版权运营龙头，以影视内容版权为核心业务，向产业化、国际化方向拓展。截至 2019 年底，公司拥有新媒体电影版权 8,233 部，电视剧 1,645 部、52,795 集，动画片 1,041 部、计 514,217 分钟，且每年采购的影视版权覆盖了超过 50% 的国内院线电影、40% 的卫视黄金档电视剧和 40% 的卫视同步动漫市场。2019 年，公司还与华为开展全面内容合作，成为华为视频国产电影、电视剧、动画内容的联合运营合作伙伴，协助华为执行引入第三方内容。

近年来，受影视内容商业价值凸显，视频网站内容产品需求增强等因素影响，公司加大了版权储备力度。同时，我国互联网用户内容付费意愿和习惯逐步形成，根据 2018 年全国广播电视行业统计公报，2018 年国内网络视听付费用户规模达到 3.47 亿，相比 2017 年增长 23.93%，内容为王的时代已经来临。作为新媒体内容集成服务运营商，拥有的影视节目资源数量是公司竞争力的重要体现，而影视节目资源采购的资金要求较高，介于此种情况，此次公司选择了非公开发行股票的方式募集资金，扩大影视节目资源库，提高市场竞争力。

另外，自 2018 年下半年来，文化内容行业环境发生了重大变化，公司流动性紧张。为应对此种情形，公司主动行了战略集中，压缩了资金消耗量较大、不确定性较强、回收期较长的影视制作业务，进一步聚焦新媒体版权运营及发行，并拓展 4K/8K 超高清业务，同时也需要一部分资金对公司流动性进行补充。

根据公司公告，本次非公开发行股票数量不超过本次非公开发行前公司总股本的 18%，即不超过 461,249,425 股，拟募集资金总额不超过人民币 20 亿元，主要用于版权运营与媒体经营。

表1： 预计非公开发行募集资金金额与用途（单位：万元）

项目	预计投资总额	募集资金拟投资额
版权运营与媒体经营项目	224,762.00	155,000.00
补充流动资金	45,000.00	45,000.00
合计	269,762.00	200,000.00

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

可以看出，版权运营与媒体经营项目将使用募集资金 15.5 亿元，占拟募集资金的 77.5%，符合公司发展的既定方针，是募集资金的主要使用方向。公司还将追加 6.98 亿元，使得版权运营与媒体经营项目的投资总额达到 22.48 亿元。募集资金的 22.5% 将被用来补充公司流动资金。预计募集完成后，公司新增投资总额达 26.98 亿元。

我们认为，影视资源库的构建前期投资较大，但具备规模后具有较深的业务护城河，其他玩家难以从零起步或追赶。公司版权储备领跑市场，此次继续加大对相

关业务的支持,将进一步加深公司业务护城河,确保公司在版权运营等业务的市场领先地位。

图1: 公司近1年质押率逐步改善

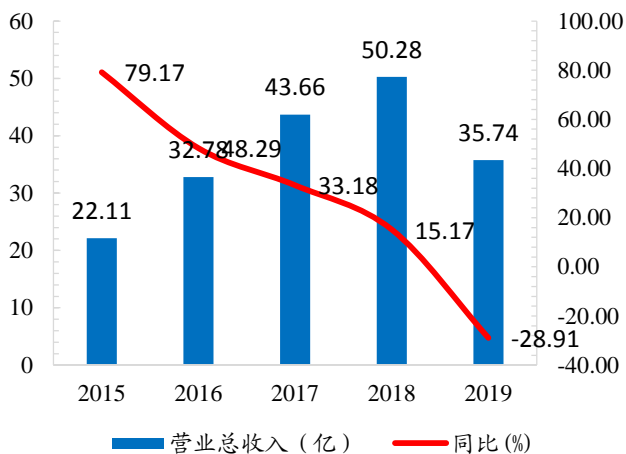


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2、公司经历战略重心调整,版权运营为核心业务

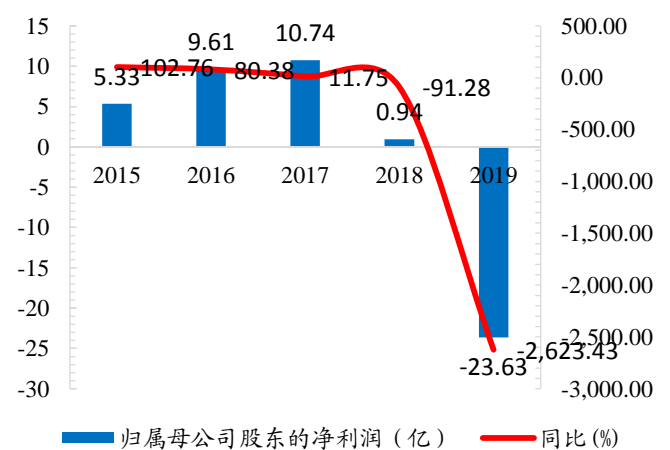
公司 2019 年营业收入和归母净利润相比 2018 年都有所下降,营业收入由 2018 年的 50.28 亿元下降至 2019 年的 35.74 亿元,同比下降 28.91%。公司归母净利润由 2017 年的 10.74 亿元下降至 2019 年的 -23.63 亿元。主要是由于公司传统内容制作板块中的子公司瑞吉祥和星纪元由于受到影视行业的主客观因素影响,业绩呈现亏损的趋势,音视频技术业务子公司冠华相关传统业务和产品在新技术市场需求下应用受限,未来经营受限。公司计提了减值准备,虽对公司当期业绩造成严重影响,但有利于公司面对市场变化进行主动战略调整并促进资源优化配置,有利于提升公司资产质量。

图2: 公司 2015-2019 营业收入及同比增速



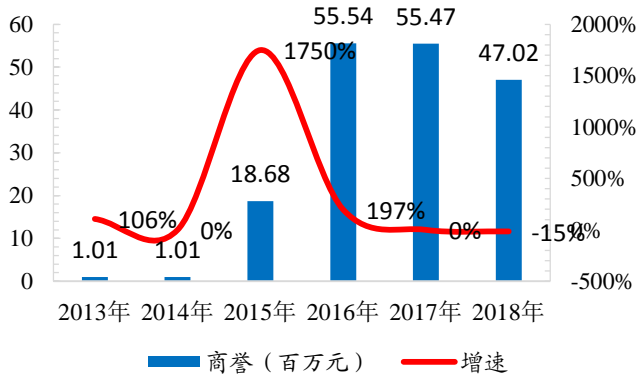
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图3: 公司 2015-2019 归母净利润及同比增速



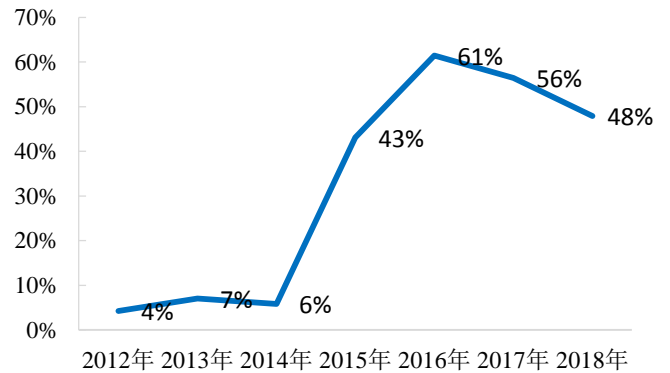
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图4: 公司近5年商誉情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

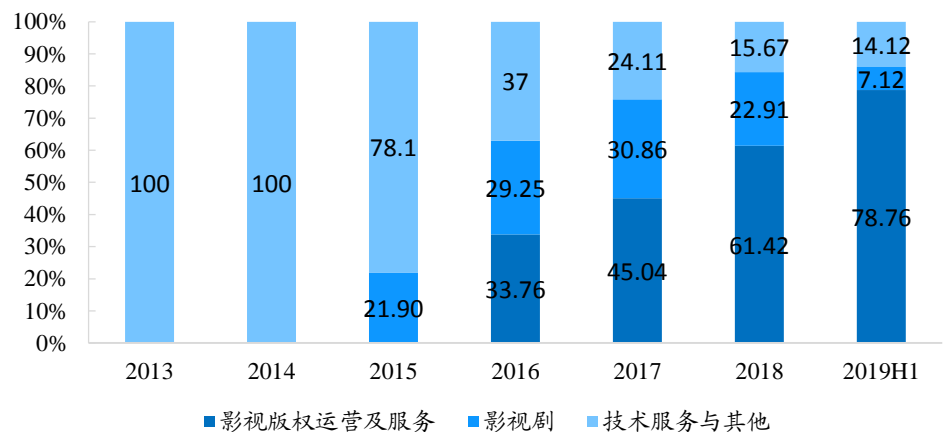
图5: 公司近5年商誉/净资产情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

公司已形成以音视频技术和影视版权运营为核心业务,战略布局数字教育的全媒体产业布局,其中影视版权运营及服务占比不断提升。根据公司最新的公告,2019年1-9月,公司新媒体版权运营板块占公司营业收入的80.16%,实现收入21.16亿元,同比114.66%,实现毛利5.2亿元。2015-2019年,公司营业收入中来自影视版权运营的比例不断上升发展迅速,由2016年前的33.76%逐步上升至2019H1的78.76%,同时来自技术服务与其他收入的占比不断下降,由2016年的37%下降至2019H1的14.12%,新媒体版权运营业务已成为公司的核心业务。

图6: 公司2015-2019H1营收结构



资料来源: wind, 新时代证券研究所

3、加码版权业务,将进一步拓宽版权运营护城河

2014年初,公司收购了华视网聚20%股权,正式涉足新媒体内容的集成、发行和运营。为进一步深入视听内容的数字分销领域,2015年公司以32亿元收购华视网聚80%股权,华视网聚成为公司全资子公司。

华视网聚主营数字版权,具备产业链一体化运营能力。华视网聚为国内领先的数字版权分销商、全媒体文化传播服务提供商、数字生活内容运营商。华视网聚积累了海量影视、动漫、节目版权内容,面向广电、互联网新媒体、运营商等媒体渠道进行数字化发行,全面覆盖数字电视、OTT、IPTV、电脑、平板、手机、户外流媒体等全媒体终端,实现了由“海量数字内容矩阵”+“全产业链媒体发行集群”+“全媒体终端交互式覆盖”形成的“云”、“端”、“场”一体化运营模式。

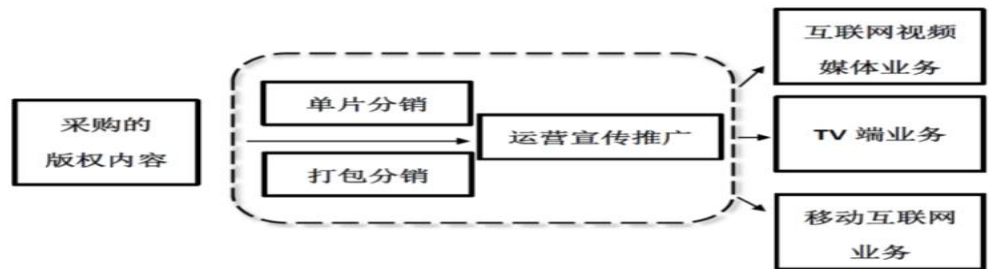
图7：华视网聚内容运营体系



资料来源：华视网聚官网、新时代证券研究所

华视网聚的盈利模式主要是根据不同领域客户的差异化需求，将采购的版权资源进行内容整合及运营推广后，分销给下游数字媒体。

图8：华视网聚盈利模式



资料来源：公司公告、新时代证券研究所

国内最大的影视版权运营与分销平台，版权储备领跑市场。近年来华视网聚持续加大版权采购力度，存量版权数量处于市场领先水平，是国内最大的影视版权运营与分销平台，拥有全国最大的影视版权库。截至2019年底，公司集成新媒体电影版权8233部，电视剧1645部、52795集，动画片1041部、共计514217分钟，且每年采购影视版权覆盖了超过50%国内院线电影、40%卫视黄金档电视剧、40%卫视同步动漫市场，版权储备领跑市场。

图9：华视网聚电影、电视剧、动画版权

院线电影

MOVIE 电影

版权电影 5500部

占中国院线电影市场50%

年引进海外电影800~1000部

年采购院线电影180~200部

你好，之华
片长：114分钟

影
片长：116分钟

我不是药神
片长：117分钟

邪不压正
片长：137分钟

电视剧

TV DRAMA 电视剧

拥有电视剧35000集

海外权利电视剧15000集

年采购卫视黄金档新剧80~100部

占卫视黄金档同步剧市场40%

你和我的倾城时光
片长：50集

月嫂先生
片长：45集

我们的千阙歌
片长：50集

桃花依旧笑春风
片长：60集

动漫

CARTOON 动画

拥有动画片400000分钟

海外精品动画片200000分钟

海外各国国宝级亲子动画

迪士尼、特纳动画片包

占卫视同步动漫市场40%

树屋童话
片长：26×7分钟

米菲大冒险
片长：52×7分钟

神秘黄金城
片长：26分钟×39集

马可波罗
片长：26×11分钟

资料来源：华视网聚官网、新时代证券研究所

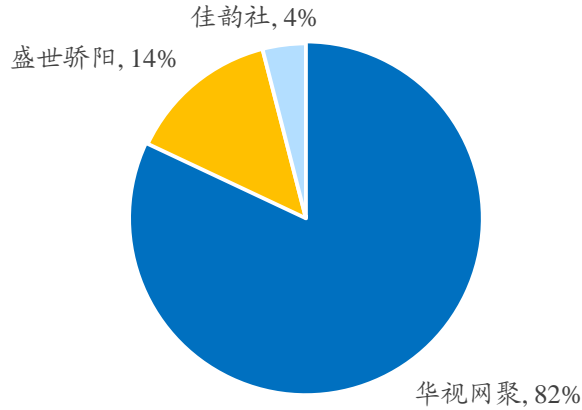
敬请参阅最后一页免责声明

-6-

证券研究报告

华视网聚市占率显著领先同业。华视网聚、佳韵社、盛世骄阳为内容集成服务运营商的三大市场主体，其他市场竞争者的份额较小。从营收角度看，2017H1 华视网聚市占率达到 82%，佳韵社 4%、盛世骄阳 14%，盛世骄阳近年来业绩表现不佳，2018 年由皇氏集团出售，综合考虑华视网聚市占率超过 82%，显著领先同业。

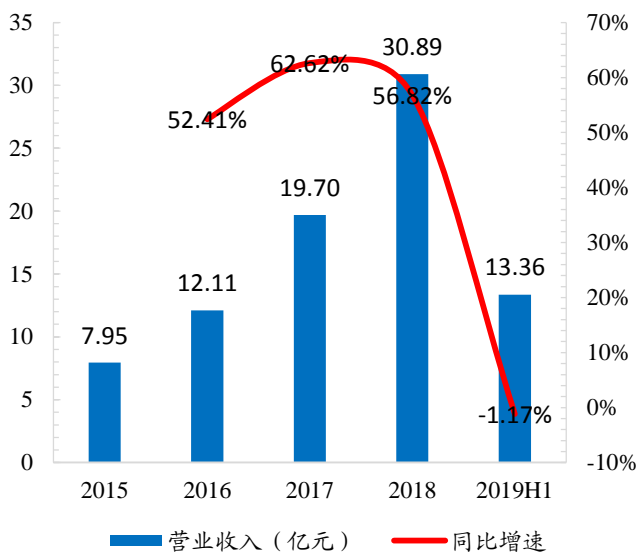
图10: 2017H1 华视网聚市占率 82%



资料来源：中国报告网、新时代证券研究所

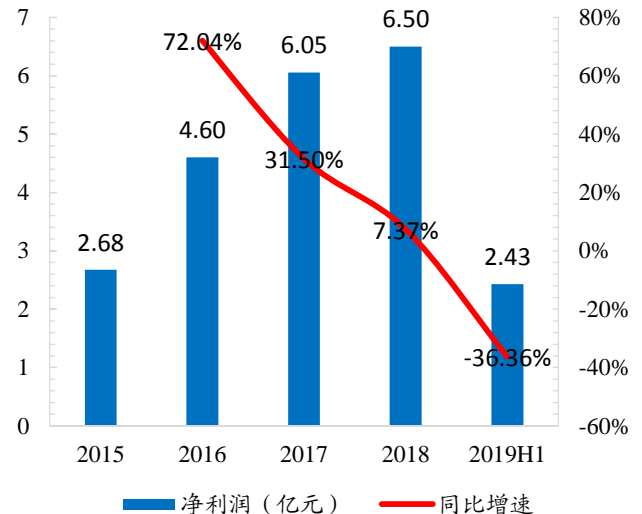
华视网聚业绩保持高速增长，2019 有所下滑，公司版权投入持续。华视网聚 2015-2018 年营业收入保持高速增长，由 2015 年 7.95 亿元增长至 2018 年 30.89 亿元，年复合增长率为 57.21%。2019H1 营收略有下滑，同比减少 1.17% 达到 13.36 亿元。受到影视传媒监管加强，视频平台整合等因素影响，华视网聚净利润增速持续下滑，2015-2018 年间保持增长，由 2.68 亿元增长至 6.5 亿元，2019H1 净利润同比下降 36.36% 达到 2.43 亿元。与此同时，公司版权投入持续，捷成公司口径采购总额持续上升，由 2015 年 14.3 亿元增长至 2018 年 38.17 亿元，公司采购力度持续增加，版权投入持续。

图11: 2015-2019H1 华视网聚营业收入及同比增速

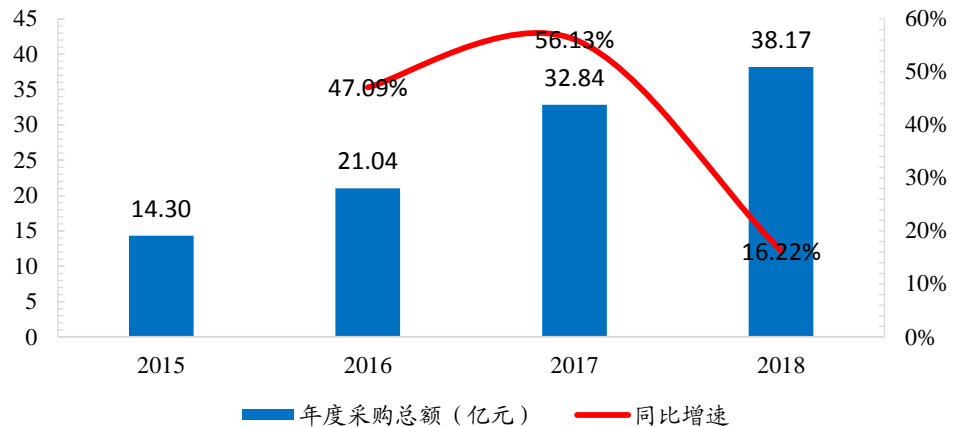


资料来源：wind、新时代证券研究所

图12: 2015-2019H1 华视网聚净利润及同比增速



资料来源：wind、新时代证券研究所

图13: 2015-2018 公司采购总额

资料来源: wind、新时代证券研究所

发行渠道广阔，实现全媒体覆盖。华视网聚发行渠道覆盖互联网、无线、TV、户外流媒体等各类媒体通路，整合媒体资源，为影视推广传播、影视受众互动运营起到重要枢纽价值。华视网聚深度挖掘渠道特色及媒体资源，针对服务、整体宣发，资源调度，业已发展成为全产业媒体发行集群，360度网络式传播落地。

与华为、咪咕等平台战略合作，渠道优势显著。2018年底，华视网聚与华为终端云服务签署合作协议，成为华为视频影视剧内容的供应商，开启深度合作模式。2020年1月，华视网聚获华为终端云服务优秀合作伙伴奖项。公司已与华为视频、咪咕视频等达成战略合作，开拓新的视频版权运营模式，以华视网聚的海量内容为赋能，开展联合运营，共享多元收益。

图14: 华视网聚媒体发行推广集群

资料来源: 华视网聚官网、新时代证券研究所

非公开发行助力版权采购，进一步提升公司版权实力。本次非公开发行募集15.5亿元投入版权采购，根据公司测算，版权项目内部收益率为22.77%，项目投资回收期为3.89年，经济效益良好。非公开发行有助于进一步加强公司版权矩阵，巩固市场龙头地位，深化产业链一体化布局。

4、盈利预测

1、影视内容制作业务: 考虑到2019年影视内容制作业务的客观因素和公司战略调整，预计影视剧内容制作业务将会出现大幅下降；同时疫情状况也将对公司影视内容制作业务造成负面影响，我们预计此项业务2020/2021年增速分别为10%/20%，毛利率维持在45%左右。

2、音视频整体解决方案：考虑到 2020 年 5G 商业化应用，业务营收将一扫颓势。预计此项业务 2020/2021 年增速维持在 15% 左右，毛利率维持在 27% 左右。

3、影视版权运营及服务：考虑到 2020 年疫情影响，影视内容消费提升较大，同时我们持续看好公司版权运营业务。预计此项业务 2020/2021 年分别为 25%/18%，毛利率维持在 30% 左右。

公司对内容板块业务线梳理优化，聚焦影视据版权运营及数字版权发行业务，同时布局超高清产业和音视频技术，及在线教育信息化服务，有望受益于 5G 大时代下音视频发展新机遇。预计 2020/2021 年净利润分别为 6.96/8.67 亿元，同比增长 22%/17.7%，对应 EPS 分别为 0.27/0.34 元，当前股价对应 2020/2021 年 PE 分别为 16/13 倍，基于乐观看好影视版权保护和视频行业在 5G 时代的大发展，我们维持公司“强烈推荐”评级。

5、风险提示

商誉及质押风险，竞争加剧，联运模式及超高清等不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	6746	7965	3537	11204	6151	营业收入	4366	5028	3574	4360	5130
现金	1123	542	1509	1841	2166	营业成本	2539	3338	2716	3042	3498
应收票据及应收账款合计	2265	3515	594	4418	1480	营业税金及附加	20	20	15	18	21
其他应收款	497	1023	58	1260	291	营业费用	126	143	106	127	150
预付账款	2233	2077	987	2750	1648	管理费用	229	123	205	131	154
存货	563	739	320	866	498	研发费用	0	86	61	74	87
其他流动资产	64	69	69	69	69	财务费用	134	197	125	303	349
非流动资产	8405	8012	8218	8573	8948	资产减值损失	356	1059	2751	22	51
长期投资	1016	1084	1209	1332	1455	公允价值变动收益	48	0	8	12	9
固定资产	147	69	-22	8	27	其他收益	37	36	18	23	29
无形资产	1481	1801	1961	2152	2380	投资净收益	70	55	65	61	62
其他非流动资产	5761	5058	5070	5081	5086	营业利润	1116	153	-2315	738	917
资产总计	15151	15977	11755	19777	15100	营业外收入	4	0	2	1	1
流动负债	4126	5128	3299	10868	5537	营业外支出	3	2	6	3	3
短期借款	1317	1828	1988	8558	3666	利润总额	1116	151	-2319	736	916
应付票据及应付账款合计	966	2131	0	965	419	所得税	33	60	-70	37	46
其他流动负债	1843	1169	1311	1344	1452	净利润	1083	91	-2249	699	870
非流动负债	1199	1037	888	750	612	少数股东损益	8	-3	114	3	3
长期借款	987	767	618	480	342	归属母公司净利润	1074	94	-2363	696	867
其他非流动负债	212	270	270	270	270	EBITDA	3180	2658	-2007	1269	1536
负债合计	5325	6165	4187	11618	6149	EPS(元)	0.42	0.04	-0.92	0.27	0.34
少数股东权益	8	5	119	122	126						
股本	2575	2569	2575	2575	2575	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	4477	4456	4456	4456	4456	成长能力					
留存收益	2861	2847	673	1357	2204	营业收入(%)	33.2	15.2	-28.9	22.0	17.7
归属母公司股东权益	9818	9806	7449	8037	8825	营业利润(%)	10.4	-86.3	-1613.2	131.9	24.3
负债和股东权益	15151	15977	11755	19777	15100	归属于母公司净利润(%)	11.7	-91.3	-2623.8	-129.5	24.5
						获利能力					
						毛利率(%)	41.8	33.6	24.0	30.2	31.8
						净利率(%)	24.6	1.9	-66.1	16.0	16.9
						ROE(%)	11.0	0.9	-29.7	8.6	9.7
						ROIC(%)	11.6	1.6	-28.3	6.9	12.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	35.1	38.6	35.6	58.7	40.7
						净负债比率(%)	15.8	26.5	20.1	93.5	25.4
						流动比率	1.6	1.6	1.1	1.0	1.1
						速动比率	0.9	1.0	0.7	0.7	0.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
						应收账款周转率	2.2	1.7	1.7	1.7	1.7
						应付账款周转率	3.6	2.2	6.0	6.3	5.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.42	0.04	-0.92	0.27	0.34
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.43	0.60	-2.01	2.48
						每股净资产(最新摊薄)	3.81	3.81	2.89	3.12	3.42
						估值比率					
						P/E	10.4	119.9	-4.8	16.1	13.0
						P/B	1.1	1.1	1.5	1.4	1.3
						EV/EBITDA	4.0	5.2	-6.4	15.0	8.9

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

胡皓，传媒互联网行业首席分析师，擅长自上而下把握行业性机会，探究传媒行业现象本质。2009年4月加盟光大证券研究所，期间曾获2010年新财富钢铁行业金牌分析师排名第五，2011年加盟银河证券，2012、2014年新财富最佳分析师第四名，2015年转型传媒，原银河证券传媒互联网行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>