

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

流金岁月（834021）

无评级

有线广播电视传输服务

重大事件快评

2020 年 07 月 24 日

## 电视频道覆盖服务专业提供商，掌握规模及技术优势

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编号：S0980520060002

## 事项：

公司将于 7 月 27 日于精选层挂牌交易。本次公开发行选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”，公司市值按照发行价格 7.18 元/股，发行后 2.1 亿股计算为 15.08 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 5016/5373 万元，加权平均净资产收益率 12.54/14.48%。公司本次实际公开发行 3000 万股，认购金额 2.15 亿元（招股书拟募集资金 2.85 亿元），其中约 1.00 亿元拟投入“技术研发中心及运营基地建设项目”。

国信新三板观点：1) 公司为电视频道落地覆盖服务专业提供商，拥有大量电视台客户，并拓展相关综合服务业务；2) 掌握技术及信息优势，为高新技术企业；3) 2019 年实现收入 6.98 亿元，同比+12.79%，归母净利润 5117 万元，同比-7.21%，2019 年 EPS 为 0.28 元，PE 为 17.59 倍（按发行价格为 25.26 倍）；4) 风险提示：客户相对集中；市场竞争加剧；广电传媒行业景气度变化；国家广电政策变化。5) 投资建议：公司为专业电视频道覆盖服务商，服务于数十家省级卫视、购物及卡通频道，对接大量地方网络运营商，已建立一定规模优势。公司作为高新技术企业在加密卫星接收、信息数据收集、渠道决策分析等专业领域拥有技术优势，结合广电领域多年深耕经营，形成了核心竞争力，目前在市场上处于领先地位。核心业务基础上开展多项相关综合服务，在提升整体盈利能力和收入成长空间的同时增强主要客户粘性。随国家大力推进“三网融合”，数据化运营成为电视频道覆盖领域大势所趋，而国内新媒体快速发展、IPTV 和 OTT TV 用户稳步上升等背景，皆为公司提供了成长空间，推荐持续关注。

## 评论：

## ■ 电视频道落地覆盖服务专业提供商，掌握技术及信息优势，服务大量电视台客户，协同发展相关综合服务

公司成立于 2011 年，是一家主要为电视台提供电视频道信号落地入网的专业覆盖服务，并同步开展影视剧发行、卫星数字接收机研发销售、视频购物及商品销售等相关业务的综合运营服务商。

作为“电视+互联网”领域的高新技术企业，公司在广电有线网络渠道深耕多年，目前已扩充到交互式网络电视（IPTV）渠道和互联网电视（OTT TV）渠道。公司掌握加密卫星接收、信息数据收集、渠道决策分析等专业技术，可有效降低覆盖渠道成本，扩充覆盖渠道范围。其中自主开发的数据支撑系统高斯系统，通过对数据的加工处理，建立 AI 机器学习的评估算法模型，能够为电视频道覆盖服务的方案设计和公司的成本控制提供决策支持。目前公司已获授权专利 14 项，正在申请发明专利 6 项，取得计算机软件著作权 50 项。

公司当前已累计为 30 余家省级卫视频道、11 家购物频道、5 家卡通频道提供覆盖服务，大量卫视客户认可产生的规模效应，使公司进一步掌握了渠道成本议价能力。核心业务中积累的客户资源、业务经验以及电视频道用户人群特征等信息带来了拓展其他相关业务的良好基础，公司长期为中央电视台定制开发专业卫星接收解码器，并为央视及 10 余家省级卫视提供“AVS+高清上星频道”在全国有线网络及新媒体前端的信号覆盖落地专用接收机；已代理发行《白鹿原》、《我的前半生》等多部热播电视剧；为《极限挑战》、《大江大河》等节目进行线上线下营销推广活动；为“徐福记”、“欧莱雅”、“肯德基”等知名品牌进行了代理广告服务；并为天翼视讯积分商城平台提供产品、

旗下视频购物平台入驻华数传媒有线网络等。

## ■ 第一大股东及实控人为王俭，任董事长兼总经理，核心管理层皆有丰富广电传媒行业背景并均持有公司股份

公司第一大股东及实控人为王俭，共计控制公司 32.85%的股份（发行后，下同），直接持有 22.24%的股份，并对御米投资合伙（持有公司 5.43%股份）出资 43.49%，流联投资合伙（持有公司 5.19%股份）出资 30%。前述两家机构均为公司员工持股平台，此外公司无 5%以上股东。王俭于公司任董事长兼总经理，曾长期于四川省广电网络公司、成都东银信息传媒有限等地方广电传媒业公司担任主要负责人，其余 6 名核心高管皆在业内有较丰富的背景，包含 1 名核心技术人员，大多曾与王俭有较长时间共事经历，且皆持有一定公司股份，合计为 12.54%。

**表 1：公司核心管理层情况**

| 人员  | 公司职务、身份       | 个人履历                                                                                                                                                                                               |
|-----|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 王俭  | 董事长兼总经理、实际控制人 | 1969 年生，重庆大学 MBA 硕士学历。曾任电子工业部第二十四研究所计划处长，重庆集诚汽车电子有限责任公司董事兼总经理，四川省广电网络公司董事兼总经理，成都东银信息传媒有限公司董事兼总经理。2013 年起于公司任职，2013 年 4 月至 2014 年 1 月，任流金有限执行总裁，2013 年 4 月至 2015 年 5 月，任流金有限执行董事兼总经理。现任本公司董事长兼总经理。  |
| 熊玉国 | 董事兼副总经理       | 1979 年出生，成都大学应用电子技术专业学士学位，西南交通大学 EMBA。曾任成都金网通信息技术有限公司业务员，四川嘉电子有限公司大区经理，成都东银信息传媒有限公司片区经理、覆盖总监、部门总监及副总经理。2013 年起于公司任职，2013 年 4 月至 2015 年 5 月，任流金有限副总经理。现任本公司董事兼副总经理。                                 |
| 孙潇  | 董事兼副总经理       | 1981 年出生，西华大学计算机科学与技术专业学士学位，西南交通大学 EMBA。曾任成都东银信息传媒有限公司副总经理兼 CIO。2013 年起于公司任职，2013 年 4 月至 2015 年 5 月，任流金有限副总经理。现任本公司董事兼副总经理。                                                                        |
| 罗欢  | 董事兼副总经理       | 1981 年出生，大学本科学历，西南交通大学 EMBA。曾任成都东银信息传媒有限公司公司技术支持中心经理、新媒体业务部经理、电视剧中心经理、新业务副总监、总经理助理、副总经理。2013 年起于公司任职，2013 年 5 月至 2015 年 5 月，任流金有限副总经理。现任本公司董事兼副总经理。                                                |
| 张海川 | 财务总监兼副总经理     | 1973 年出生，会计大专学历，北京大学财务总监研修班结业。曾在一汽四川专用汽车厂工作；曾任成都市新源基科技有限公司会计、财务主管、财务经理，成都东银信息传媒有限公司会计、财务主管、财务副经理、财务经理。2013 年起于公司任职，2013 年 5 月至 2015 年 5 月，就职于流金有限，历任财务经理、财务副总监。现任本公司财务总监、副总经理。                     |
| 徐文海 | 董事会秘书兼副总经理    | 1987 年出生，武汉工程大学学士。曾任海南东升物业管理有限公司办公室主任，恒大地产金碧物业有限公司武汉分公司物业助理，瑞华会计师事务所(特殊普通合伙)项目助理、项目经理，任奇雨彩虹(北京)文化传播有限公司财务总监。2014 年起于公司任职，2014 年 5 月至 2015 年 5 月，任流金有限财务经理。现任本公司董事会秘书、副总经理。                         |
| 曾泽君 | 总工程师          | 1967 年出生，四川大学电子学硕士，电子技术高级工程师。曾任电子部第二十四所工程师，成都高科技发展股份有限公司研发部经理，美国 C-Cube、LSI LOGIC(亚太)有限公司工程，成都泰阳视讯技术有限公司技术总监，C-Nova(上海)有限公司工程经理，成都东银信息传媒有限公司技术研究院院长，优祥智恒副总经理、监事。2015 年起于公司任职，2015 年 5 月至今任本公司总工程师。 |

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

## ■ 主营业务分析：以电视频道覆盖服务为核心，建立数据支撑系统，向电视剧发行等多个相关业务领域延伸

公司的核心主营业务为电视频道覆盖服务，以此为基础衍生拓展出了卫星数字接收机的研发销售、电视剧发行服务、电视节目营销服务等电视频道综合运营服务业务，此外公司还开展视频购物及商品销售作为补充业务，并涉及少量其他主营业务，具体来看：

### （1）电视频道综合运营服务板块

电视频道覆盖服务作为公司整体业务的核心，主要内容是为电视台客户的电视频道落地环节（又称电视频道覆盖）提供方案设计、渠道代理和监测维护等服务。电视台发送电视频道信号时，依据国家法律法规须通过三网（有线电视网络、电信 IPTV 专网和基于计算机网络的 OTT TV 网络）传输后才能进入家庭终端，此时需要向网络运营商支付落地传输费。由于各地方不同类型的网络运营商数量众多、差异较大、体系复杂，且价格收费不一，而相关用户本身在结构、偏好、消费习惯方面存在较大差异，因此需开展专门的覆盖工作。

总体来看，当前各电视台在提高电视频道的覆盖率、传播力，最终实现影响力和广告等收入的提升方面有着强烈需求，相互之间的竞争也有加剧，但在数量众多的电视网络中进行甄选的工作量大、专业性较高，同时台内相关员工数量受限。公司作为专业的覆盖服务商，可代理电视台筛选对接合适的运营商，实现有限预算下最大化传播覆盖效果的需求，当前主要针对各省级卫视频道、购物频道、卡通频道等。

图 1：电视频道覆盖服务业务模式及部分合作电视台客户



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司当前开展核心业务主要凭借多年的业务积累和信息技术能力。公司收集了大量有线电视网络公司运营情况、电视频道用户特征数据、地区社会经济发展状况等行业基础数据，并在此基础上自主研发了高斯系统（视频内容全媒体覆盖决策系统），能为公司在业务提案投标、业务方案设计、合同报价等方面提供数据支撑，同时还为公司客户、供应商等业务合作各方提供科学、合理的价格决策参考。

基于在电视频道覆盖服务中对电视台客户、网络运营商和用户观众等各方需求特征的多年熟悉，公司进一步开展了其他具有一定盈利性又可提升客户粘性的综合运营服务，业务板块整体情况如下：

表 2：电视频道综合运营服务具体情况

| 服务类别             | 内容概况                                                                    | 客户类型                                             | 采购模式                                                     | 销售模式                                                                                                    | 服务优势/与核心业务关系                                                                                             |
|------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1、电视频道覆盖         | 依据电视台的覆盖指标要求，提出具有针对性的覆盖方案，作为总代理选择对接网络运营商，并提供监测维护等服务，实现提升客户频道覆盖效果同时较低成本。 | 当前主要为各省级卫视频道、购物频道、卡通频道等电视频道等                     | 向省/市/地/县级有线电视网络公司、IPTV 运营商、OTT TV 运营商采购频道资源、内容专区位置、流量入口等 | 1) 固定服务费模式<br>2) 提成模式：主要针对购物频道在有线电视网络或 IPTV 渠道覆盖时，按照服务期限内销售额一定比例收取<br>3) 固定+提成模式：主要针对购物频道在 OTT TV 渠道覆盖时 | 多年业务积累，收集了有线电视网络公司的地域分布、用户数量、入网成本等数据，购物频道的商品类别、订单数量、交易金额等数据，结合地区人口、GDP、收视份额等行业基础数据，通过高斯系统，可优化覆盖方案，降低覆盖成本 |
| 2、专业卫星数字接收机研发及销售 | 基于自主研发的视频信号处理技术、加密技术等专利设计开发卫星数字接收机并进行销售                                 | 中央电视台、省级卫视频道、数字付费频道、各级有线电视网络公司                   | 委托成都广纵科技有限公司生产，之后将所订产品买断                                 | 参与招投标、协议销售等方式，通常以邮寄方式向客户交付货物。                                                                           | 通过核心业务积累了丰富的客户资源和业务经验，能够及时了解产品的市场需求，从而推动研发团队结合技术发展动态与产品市场需求，及时开发新产品。                                     |
| 3、电视剧发行          | 以买断或代理发行的方式，将电视剧推荐给合适的电视频道进行播出。                                         | 1) 买断发行模式：电视台、视频网站及新媒体版权集成商；<br>2) 代理发行模式：版权内容方。 | 1) 买断发行模式：向电视剧版权方买断一定期限及一定区域内的播映发行权；<br>2) 代理发行模式：不需采购。  | 1) 买断发行模式：公司自主定价向电视台等客户销售电视剧播映权，获得播映权出售收入；<br>2) 代理发行模式：公司为电视台或版权内容方提供发行服务，收取发行服务费。                     | 通过核心业务积累了电视频道对电视剧的需求偏好、收看人群的地域及收看偏好等数据信息，结合电视剧题材、故事内容、主创人员情况等，能更好地匹配电视剧和电视频道。                            |
| 4、电视节目营销         | 在电视剧开播或栏目上线前及播出期间进行营销以提高播出效果，包括电视开机画面、微博、微信图文、网络新闻，线下推广等                | 当前已有深圳卫视、东方卫视、江苏卫视、东南卫视、贵州卫视等 10 余家电视频道          | 1) 向媒介提供商采购线上媒介资源；2) 线下营销工作委托专门的营销公司                     | 公司的电视节目营销服务按项目进行营销，接收客户订单。一般按照公司提供的营销服务工作量、工作时间及营销效果为标准进行款项结算。                                          | 通过核心业务了解到电视台为提高电视节目影响力、保证播出效果的营销需求，基于与电视台、电视剧内容制作方及发行方形成的良好合作关系，开展针对电视剧或电视节目的营销服务业务。                     |
| 5、电视广告代理         | 为广告公司或广告主筛选出合适的播放媒体，提供包括目标分析、策略计划、媒介购买、播出监督等服务                          | 广告主和广告公司                                         | 向电视台、互联网媒体等采购媒介资源                                        | 以媒介采购价为基础，综合考虑为客户提供服务的深度及广度、客户广告投放金额等形成最终报价，收取广告发布费。                                                    | 基于长期积累的电视台需求偏好、收看人群特征等信息，能够为广告主和广告公司匹配更好的电视媒体                                                            |

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

## (2) 视频购物及商品销售业务

公司基于视频购物是较好的用户变现方式的判断开展视频购物及商品销售业务，主要向苹果、VIVO 等公司或代理商采购以 3C 数码产品为主的商品，通过线上或线下进行销售，赚取销售利润。

**表 3：视频购物及商品销售业务详情**

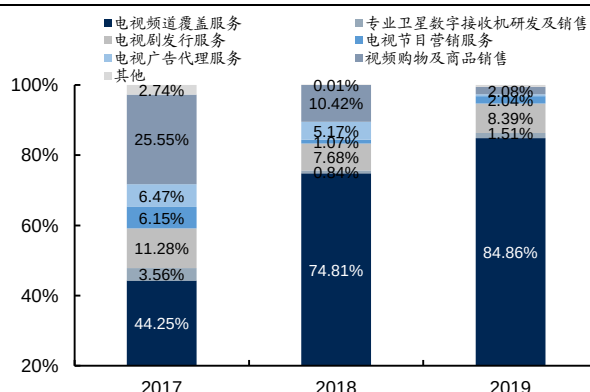
| 业务内容                                                   | 销售模式                                                       | 具体案例                                       | 与核心业务关系                            |
|--------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|--------------------------------------------|------------------------------------|
| 主要是向苹果、VIVO 等公司或代理商采购以 3C 数码产品为主的商品，通过线上或线下进行销售，赚取销售利润 | 线上渠道主要为有线电视、IPTV、互联网电视等运营商上搭建的双向视频购物专区，线下主要销售给电子产品流通或销售企业。 | 为天翼视讯积分商城平台提供产品、作为广东有线广电公司“U 乐购”电视商城入驻服务商。 | 基于对广电领域经营模式的多年理解，认为视频购物是较好的用户变现方式。 |

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

从主营产品服务的收入及结构来看，2019 年公司主营业务收入总额为 6.98 亿元（+12.17%），其中电视频道综合运营服务 6.80 亿元（+22.66%，占比 97.40%），其中最核心的电视频道覆盖服务收入 5.92 亿元（+27.96%，占比 84.86%），专业卫星数字接收机研发及销售业务 1055 万元（+102.75%，占比 1.51%），电视剧发行服务 5852 万元（+23.25%，占比 8.39%），电视节目营销服务 1426 万元（+114.78%，占比 2.04%）和电视广告代理服务 411 万元（-87.16%，占比 0.59%），而视频购物及商品销售业务收入为 1452 万元（-77.48%，占比 2.08%）。

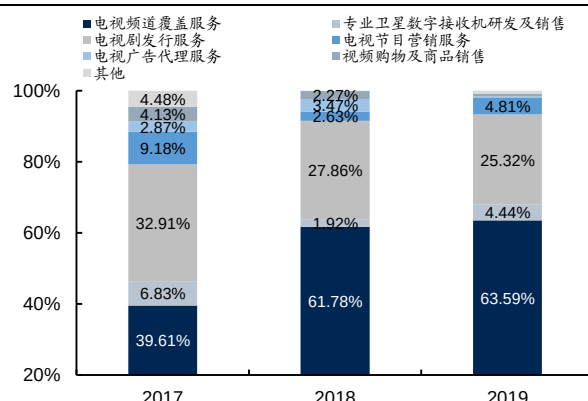
从毛利润结构来看，2019 年电视频道综合运营服务整体贡献 98.54% 的毛利润（毛利率 18.28%），其中核心业务电视频道覆盖服务贡献 63.59% 的毛利润（毛利率 13.54%），专业卫星数字接收机研发及销售业务贡献 4.44% 的毛利润（毛利率 53.05%），电视剧发行服务贡献 25.32% 的毛利润（毛利率 54.54%），电视节目营销服务贡献 4.81% 的毛利润（毛利率 42.50%），电视广告代理服务贡献 0.38% 的毛利润（毛利率 11.78%）；而视频购物及商品销售贡献 0.58% 的毛利润（毛利率 5.03%）。

**图 4：2017-2019 主营收入分产品和服务占比**



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**图 5：2017-2019 毛利润分产品和服务占比**



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

公司主要客户分为电视台、电信运营商和其他类客户，集中度相对较高。其他类客户主要包括广告主、广告公司、电视剧版权方、有线网络公司等。2017-2019 年公司前五大客户主要为省级广播电视台，合计销售收入占营收比例分别为 46.59%、64.35%和 63.04%，具体情况如下：

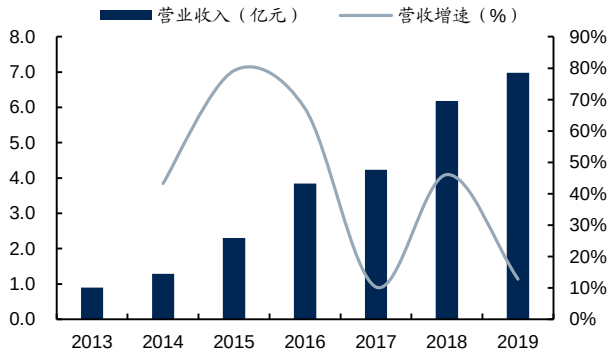
**表 3：公司前五大客户情况**

| 排序 | 2019 客户名称         | 营收占比   | 2018 客户名称      | 营收占比   | 2017 客户名称      | 营收占比   |
|----|-------------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| 1  | 湖北广播电视台及其关联方      | 18.83% | 广东广播电视台        | 19.89% | 中国电信及其关联方      | 17.75% |
| 2  | 广东广播电视台及其关联方      | 16.26% | 北京优购文化发展有限公司   | 16.17% | 广东广播电视台        | 9.95%  |
| 3  | 四川广播电视台及其关联方      | 12.74% | 江苏省广播电视集团有限公司  | 10.65% | 贵州广播电视台及其关联方   | 7.39%  |
| 4  | 北京优购文化发展有限公司      | 9.64%  | 重庆重视惠买时尚购物有限公司 | 10.60% | 北京环球国广媒体科技有限公司 | 5.99%  |
| 5  | 重庆广播电视集团（总台）及其关联方 | 5.57%  | 湖北广播电视台        | 7.02%  | 贵阳麦维文化传播有限公司   | 5.5%   |
|    | 合计                | 63.04% | 合计             | 64.35% | 合计             | 46.59% |

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

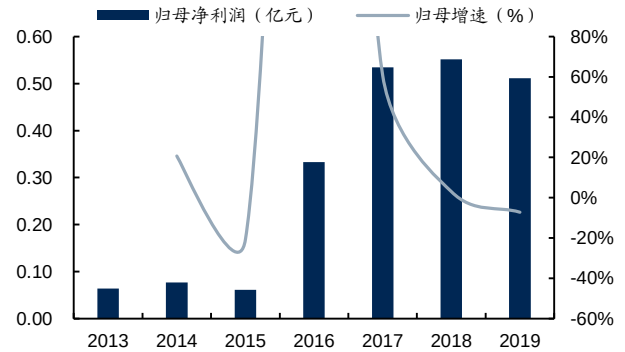
## ■ 公司财务情况

图 4: 2013-2019 营业收入及增速 (亿元)



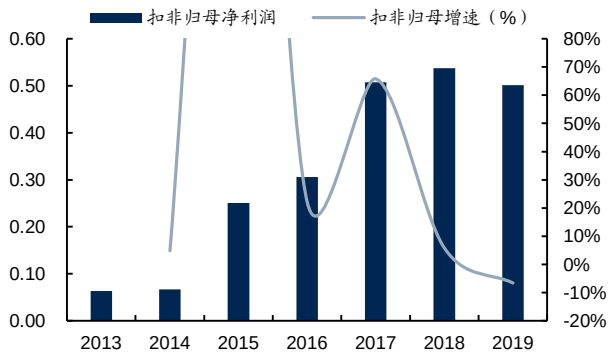
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 2013-2019 归母净利润及增速 (亿元)



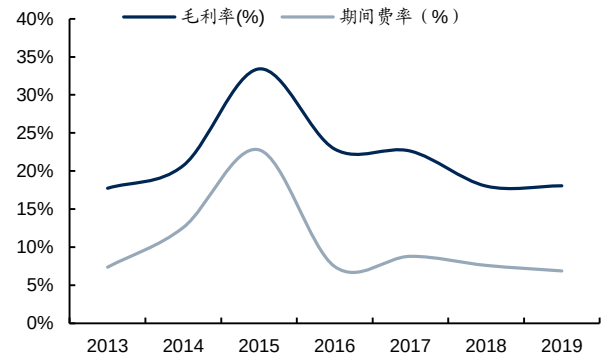
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 2016 年增速为 447.90%

图 6: 2013-2019 扣非归母及增速 (亿元)



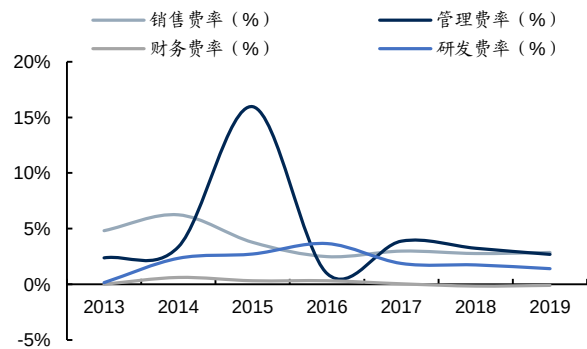
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
注: 2015 年增速为 276.16%

图 7: 2013-2019 毛利率及期间费用率



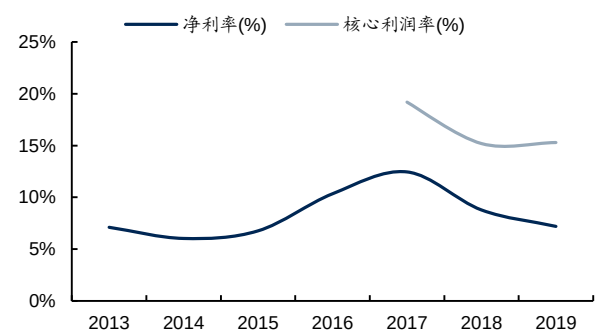
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2013-2019 四项期间费用率

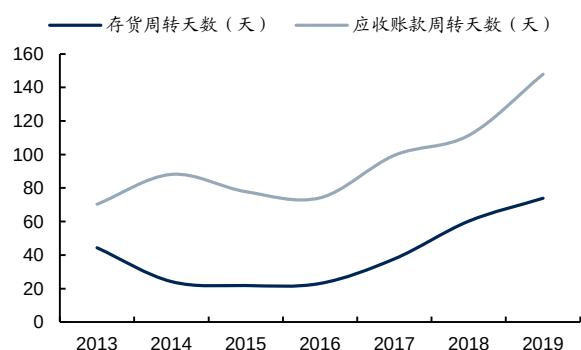


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

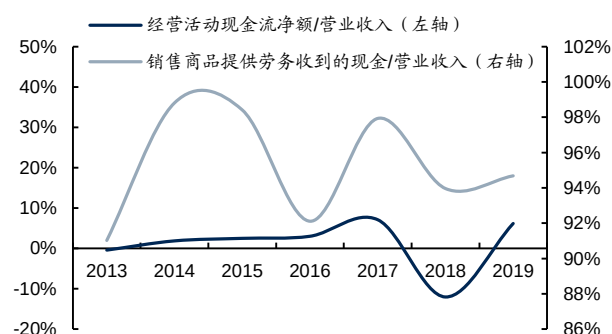
图 9: 2013-2019 净利率及核心利润率



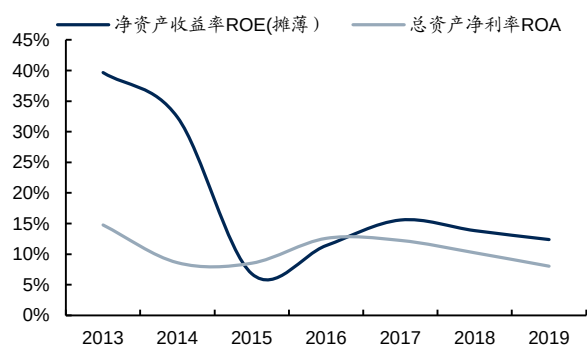
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理  
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

**图 10: 2013-2019 存货及应收周转天数**


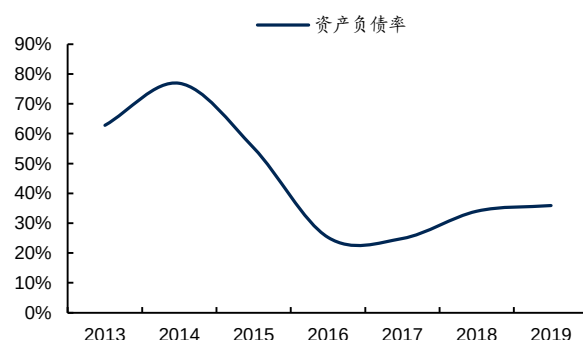
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 11: 2013-2019 现金流情况**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 12: 2013-2019 净资产收益率及总资产净利率**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**图 13: 2013-2019 资产负债率**


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ■ 募投项目: 用于建设技术研发中心和运营基地, 升级核心业务系统, 满足业务快速发展的需要

公司本次拟募集资金 28500 万元, 主要投入“技术研发中心及运营基地建设项目”, 合计 10,046.55 万元, 其余用于补充流动资金, 具体情况如下:

**表 4: 募投项目情况**

| 项目序号 | 项目名称            | 项目总投资 (万元) | 募集资金投入额 (万元) | 建设期 | 具体内容                                                         |
|------|-----------------|------------|--------------|-----|--------------------------------------------------------------|
| 1    | 技术研发中心及运营基地建设项目 | 10,046.55  | 10,046.55    | 2 年 | 在成都市高新区购买并装修 3,000 平方米的技术研发中心及运营基地办公场地, 购置先进的研发设备、软件, 引进专业人才 |
| 2    | 补充流动资金项目        | 18,453.45  | 18,453.45    |     |                                                              |
| 合计   |                 | 28,500.00  | 28,500.00    |     |                                                              |

资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

本次核心募投项目的一项重点内容是将把现有的高斯系统升级改造成视频内容融媒体运营管理平台。当下高斯系统的数据处理能力和技术架构已相对落后, 存在与业务拓展、渠道扩大不匹配、数据采集增长迅速、算法优化等问题, 升级后的数据平台将具备 VSN 可靠网络传输、多业务运营平台、收视大数据分析系统、频点排序和成本数据分析、广告投放数据分析、社会经济数据采集管理系统等功能, 能适应现有卫视频道客户在三网融合格局中不断变化的需求, 满足业务量增长需要, 提升核心竞争力。

整体而言, 研发中心和运营基地的建成将提高公司在视频传输方面的自主创新能力, 并为公司的产品服务、客户管理、业务运营和视频购物等部门提供有力的硬件支持, 吸引高层次技术人才, 保障公司业务的快速发展。

## ■ 投资建议

公司为专业电视频道覆盖服务商，服务于数十家省级卫视、购物及卡通频道，对接大量地方网络运营商，已建立一定规模优势。公司作为高新技术企业在加密卫星接收、信息数据收集、渠道决策分析等专业领域拥有技术优势，结合广电领域多年深耕经营，形成了核心竞争力，目前在市场上处于领先地位。核心业务基础上开展多项相关综合服务，在提升整体盈利能力和收入成长空间的同时增强主要客户粘性。随国家大力推进“三网融合”，数据化运营成为电视频道覆盖领域大势所趋，而国内新媒体快速发展、IPTV 和 OTT TV 用户稳步上升等背景，皆为公司提供了成长空间，推荐持续关注。

## ■ 风险提示：客户相对集中；市场竞争加剧；广电传媒行业景气度变化；国家广电政策变化

## 国信证券投资评级

| 类别         | 级别 | 定义                                  |
|------------|----|-------------------------------------|
| 股票<br>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<br>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