

传媒

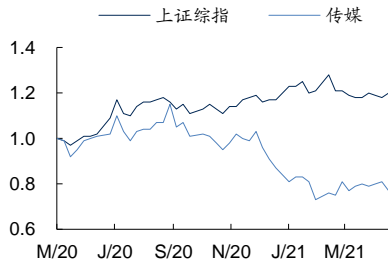
传媒互联网行业 5 月投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 04 月 29 日

一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

机构持仓占比持续下降,关注业绩表现及超跌个股

相关研究报告:

《事件点评: 保护影视版权《联合声明》开启短视频版权序幕》——2021-04-11
 《传媒互联网 4 月投资策略: 关注业绩表现, 把握超跌买入机会》——2021-03-30
 《国信证券-传媒行业双周报 202103 期: 平台争夺优质研发商, 游戏板块存在重估可能》——2021-03-29
 《事件点评: NFT 六问: 重塑流通性和价值重估》——2021-03-29
 《传媒互联网年报业绩前瞻暨 3 月投资策略: 关注估值底部的游戏板块及超跌龙头》——2021-03-11

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: 高博文

电话:
 E-MAIL: gaobowen@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030004

证券分析师: 夏妍

电话: 021-60933162
 E-MAIL: xiayan2@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030003

4 月跑赢市场表现, 机构持仓占比持续下降

4 月份传媒(中信传媒指数, 截至 4 月 26 日) 板块上涨 3.29%, 跑赢沪深 300 指数 2.72 个百分点, 在中信一级 30 个行业中, 传媒板块排名第 9 位, 相比之前改善显著。个股表现上中小市值表现居前, 超跌龙头表现改善; 从机构持仓上来看, 截至 Q1 公募基金传媒板块共计持仓市值 450 亿元, 占 A 股传媒行业市值比例为 3.21% (中信行业分类), 相比 Q4 显著降低 (Q4 为 6.99%)。从个股来看, 分众传媒、芒果超媒、光线传媒、吉比特、完美世界、三七互娱、万达电影、星期六、中南传媒、凤凰传媒位居持仓市值前十, 合计持仓占比达到传媒板块整体持仓的 91%。

关注版权保护产业链及“五一档”票房表现

1) UGC 平台成为影视内容侵权重灾区, 业界与监管部门持续发声, 从海外和图片行业经验来看, 我们认为未来可能存在多种解决方案, 如平台负责 (类似于 Youtube 模式)、视频素材库 (类似于视觉中国模式) 等。参考当前短视频行业规模及版权投入, 未来相关内容版权市场规模在 66-75 亿之间。而 Tiktok 在海外仍拥有 4 亿日活, Kwai 海外拥有几千万日活用户, 海外短视频市场商业化亦非常可观; 2) 2021 年“五一档”有超过 10 部电影上映, 票房有望超预期, 建议关注相关制作公司及影院板块。

关注业绩表现及超跌个股

1) 游戏行业在经历调整之后, 估值处于低位且具备较好的成长性, 推荐三七互娱、吉比特、掌趣科技、中手游、祖龙娱乐等标的; 2) 把握调整后的行业龙头买入机会, 视频推荐芒果超媒、bilibili 及快手科技; SaaS 推荐中国有赞、微盟集团; IP 消费推荐泡泡马特、阅文集团。3) 关注版权保护产业链价值, 两条投资主线: 正版化解决方案服务商, 阜博集团、视觉中国等。PGC 内容方芒果超媒、华策影视、光线传媒等。4) 线下娱乐复苏进程, 推荐电影 (光线传媒、万达电影)、电视剧 (华策影视)、电梯广告 (分众传媒); 5) 中长期从新生态、新科技落地角度, 推荐 IP 运营 (阅读推荐掌阅科技、阅文集团; 出版中信出版; 图片推荐视觉中国)、云游戏 (顺网科技) 等方向; 6) 国信传媒 5 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、光线传媒、哔哩哔哩、吉比特。

风险提示: 业绩低于预期、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		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300413	芒果超媒	买入	70.54	1216.53	1.36	1.45	52	49
002027	分众传媒	买入	10.71	1563.19	0.41	0.46	26	23
300251	光线传媒	买入	13.01	380.49	0.30	0.39	43	33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

内容目录

传媒板块行情回顾：4月跑赢市场表现，中小市值个股涨幅居前.....	4
基金持仓占比下降，集中度显著提升.....	5
业界与监管机构频发发声，内容与版权保护产业链有望持续受益.....	6
投资建议：关注业绩表现及超跌买入机会.....	9
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺.....	11
风险提示.....	11
证券投资咨询业务的说明.....	11

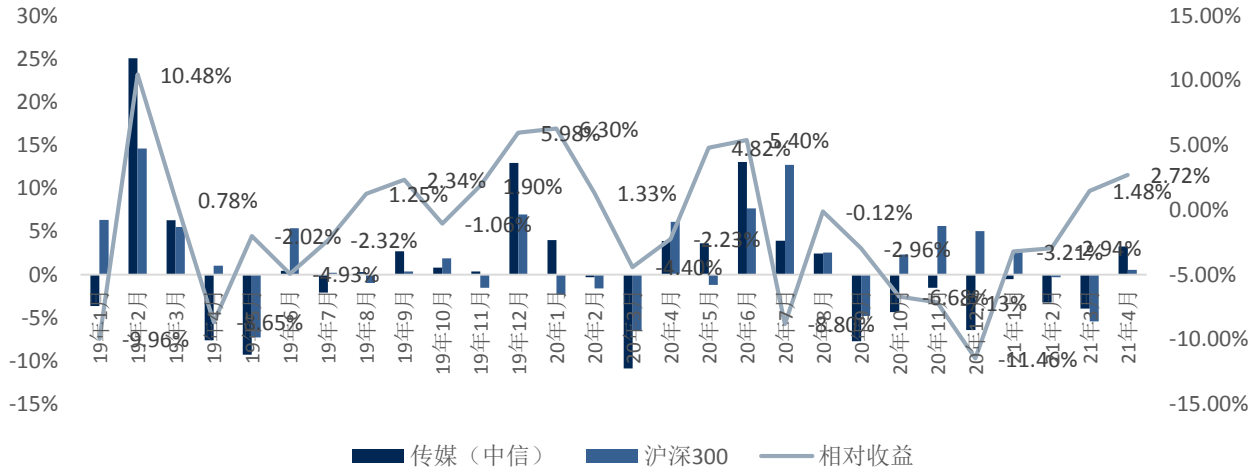
图表目录

图 1: 传媒行业单月相对收益 (截至 3 月 26 日)	4
图 2: 4 月传媒行业涨幅(%)排名	4
图 3: 基金尺长占比持续下降	5
图 4: Youtube 2007 年即上线 Content ID	7
图 5: Content ID 通过内容库比上传视频	7
图 6: 视频素材库可以采用图片库类似商业模式	8
图 8: 全球图片版权市场规模及广告占比 (单位: 十亿美元)	8
图 9: 2020 年自媒体回形针收入及版权投入 (单位: 万)	8
表 1: 传媒个股涨跌幅	4
表 2: 1Q2021 机构持仓市值前十	6
表 3: 短视频版权解决方案	错误!未定义书签。
表 4: 重点推荐标的涨幅	9

传媒板块行情回顾：4月跑赢市场表现

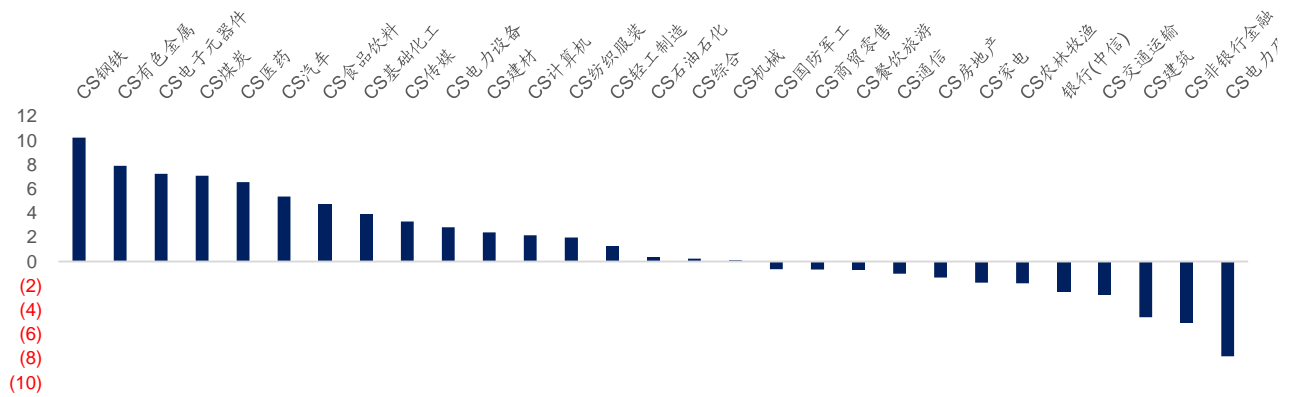
4月份传媒（中信传媒指数，截至4月26日）板块上涨3.29%，跑赢沪深300指数2.72个百分点，在中信一级30个行业中，传媒板块排名第9位，相比之前改善显著。

图1：传媒行业单月相对收益（截至3月26日）



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

图2：4月传媒行业涨幅(%)排名



资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

个股表现上旗天科技、长城退、中广天泽、盛讯达、祥源文化、文投控股等超跌中小市值公司涨幅居前；ST众应、ST三五、昆仑万维、利欧股份、华谊嘉信等跌幅居前，3月份跌幅居前的白马龙头表现则整体有所改善。

表1：传媒个股涨跌幅

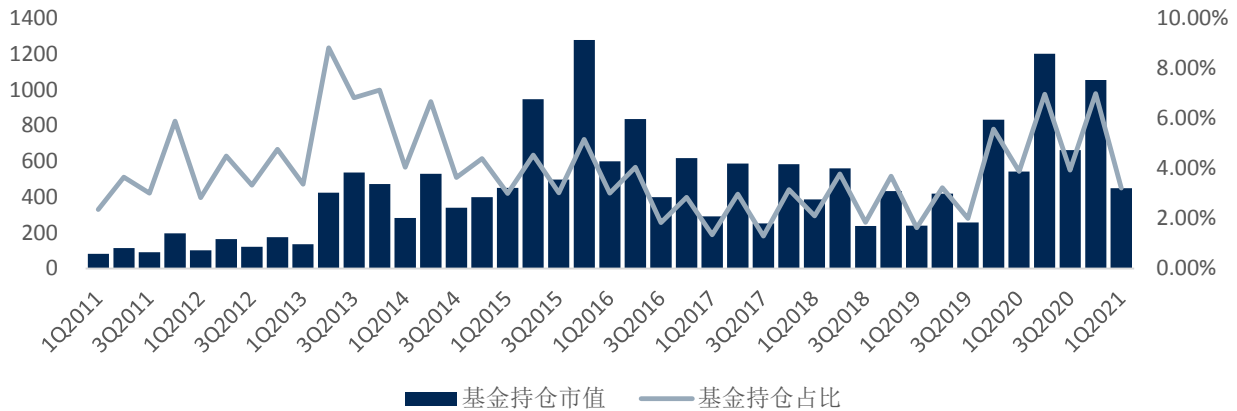
4月涨幅排行					4月跌幅排行				
代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值(亿)	代码	公司	月涨跌幅	年涨跌幅	市值(亿)
300061.SZ	旗天科技	80%	28%	26.59	002464.SZ	*ST众应	-26%	-29%	14.04
002071.SZ	长城退	40%	-64%	2.42	300038.SZ	ST三五	-17%	-27%	29.65
603721.SH	中广天择	34%	13%	15.61	300418.SZ	昆仑万维	-16%	0%	281.38
300518.SZ	盛讯达	30%	41%	42.72	002131.SZ	利欧股份	-12%	-15%	212.78
600576.SH	祥源文化	24%	75%	29.05	300071.SZ	华谊嘉信	-12%	-20%	13.43
600715.SH	文投控股	22%	9%	43.96	002315.SZ	焦点科技	-11%	29%	53.46
603444.SH	吉比特	20%	5%	246.50	000673.SZ	*ST当代	-11%	84%	10.69
002175.SZ	ST东网	19%	50%	7.69	603096.SH	新经典	-10%	-9%	58.69
600088.SH	中视传媒	18%	10%	43.03	002530.SZ	金财互联	-10%	6%	68.41
002174.SZ	游族网络	17%	6%	118.14	601360.SH	三六零	-7%	-18%	1162.55

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

基金持仓占比下降，集中度显著提升

从机构持仓上来看，截至 Q1 公募机构传媒板块共计持仓市值 450 亿元，占 A 股传媒行业市值比例为 3.21%（中信行业分类），相比 Q4 显著降低（Q4 为 6.99%）。

图 3: 基金尺长占比持续下降



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从个股来看，分众传媒、芒果超媒、光线传媒、吉比特、完美世界、三七互娱、万达电影、星期六、中南传媒、凤凰传媒位居持仓市值前十，合计持仓占比达到传媒板块整体持仓的 91%，持仓集中度进一步提升。

表 2: 1Q2021 机构持仓市值前十

	4Q2018	1Q2019	2Q2019	3Q2019	4Q2019	1Q2020	2Q2020	3Q2020	4Q2020	1Q2021
机构持仓市值 (亿)	433.45	238.7	418.94	256.7	833.05	542.53	1201.68	663.14	1054.07	449.53
002027.SZ 分众传媒	59.79	45.89	72.36	43.72	104.98	53.37	106.5	162.21	322.5	208.77
300413.SZ 芒果超媒	48.63	34.47	51.78	48.13	107.44	96.3	207.66	147.67	244.5	104.02
300251.SZ 光线传媒	12.88	3.38	8.16	8.16	27.04	14.97	40.13	33.59	34.26	22.06
603444.SH 吉比特	11.67	10.86	27.46	15.79	36.75	40.75	68.85	53.1	58.86	19.30
002624.SZ 完美世界	30.5	22.15	21.46	20.21	88.6	70.01	139.07	56.84	62.84	14.81
002555.SZ 三七互娱	6.33	3.68	22.77	30.67	81.52	66.59	173.6	63.29	106.25	12.53
002739.SZ 万达电影	20.21	3.52	8.54	3.25	19.38	13.81	11.76	1	18.92	8.34
002291.SZ 星期六	0	0	0.01	0	0.97	6.34	15.34	1.38	9.71	7.81
601098.SH 中南传媒	11.74	3.75	8.38	3.86	8.1	2.65	7.95	5.29	10.04	6.96
601928.SH 凤凰传媒	6.18	2.3	7.43	1.76	5.17	0.65	3.78	4.05	6.82	6.14

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

业界与监管机构频发声，内容与版权保护产业链有望持续受益

UGC 平台成为影视内容侵权重灾区，业界与监管部门持续发声：

4 月 9 日，中国电视艺术交流协会、中国电视剧制作产业协会等 15 家协会与爱奇艺、腾讯视频等 5 家视频平台和正午阳光、华策影视、柠萌影视等多家影视公司发布关于保护影视版权的《联合声明》。时值 4.26 世界知识产权日及 2021 年 6 月 1 日《中华人民共和国著作权法》生效之际，进一步提高和完善对影视作品的保护力度，为保护影视行业版权铺平道路。上述权利人共同呼吁广大短视频平台和公众账号生产运营者尊重原创、保护版权，未经授权不得对相关影视作品实施剪辑、切条、搬运、传播等侵权行为。

4 月 25 日，中宣部版权管理局局长于慈珂称，坚决整治短视频平台以及自媒体、公众账号生产运营者未经授权复制、表演、传播他人影视、音乐等作品的侵权行为：一是继续加大对短视频领域侵权行为的打击力度，坚决整治短视频平台以及自媒体、公众账号生产运营者未经授权复制、表演、传播他人影视、音乐等作品的侵权行为；二是推动短视频平台以及自媒体、公众账号运营企业全面履行主体责任，切实加强版权制度建设，完善版权投诉处理机制，有效履行违法犯罪线索报告和配合调查义务；三是鼓励支持电影著作权集体管理组织加强自身建设，依法开展电影作品著作权集体管理，发挥好维护权利人合法权利、便利使用人合法使用的纽带作用。

大量 UGC 内容素材取自于 PGC、并未受到合法授权，涉及影视、综艺、体育以及动漫等各类内容。2019 年 1 月至 2020 年 10 月，12426 版权监测中心接受权利人及监管部门委托，对原创短视频、国家版权局重点作品版权保护预警名单作品及重点影视综作品的片段进行监测，覆盖作品量超过 1000 万件，累计监测到 3009.52 万条疑似侵权短视频，受委托已成功“通知—删除”1276.92 万侵权链接，涉及点击量高达 2.72 万亿次，按万次点击一元计算，挽回直接经济损失 2.72 亿元。根据面朝科技统计，抖音、快手、B 站的影视内容视频占比约 5-10%，属于侵权重灾区。

从海外和图片行业经验来看，我们认为未来可能存在多种解决方案，如平台负责（类

似于 Youtube 模式)、视频素材库 (类似于视觉中国模式) 等。

表 3: 短视频版权解决方案

解决方案	针对客户	借鉴	商业模式	内容来源	对于影视内容方好处	受益方
平台负责制	全部客户	Youtube	平台统一付费, 按照播放量计算	授权	覆盖面广	检测机构
视频素材库模式	大客户	图片库	针对大客户"单独+年费"形式	授权	垄断定价, 收益高	视频素材库
	长尾客户	图片库	年费形式	自制、授权	覆盖面广	视频素材库

资料来源: 国信证券经济研究所整理

- 1、平台负责制: 海外视频版权保护上, 平台起到了非常重要的作用。2007 年, Youtube 上线“Content ID”版权管理系统, 自动检测上传视频。Youtube 上 98% 的版权问题都由“Content ID”自动处理。工作原理: 版权拥有方上传版权内容, Youtube 将上传网站视频与版权方版权内容 (超过 8000 万) 相对比, 并进行确权。版权方可以 1) 获得侵权内容的广告收入; 2) 将其从 Youtube 中清除等; 3) 强制措施: 发生三次侵权事件后, 用户账号将被删除, 所有上传视频也将被删除。抖音、快手、哔哩哔哩等平台也可以采用平台统一付费的方式解决正版化问题, 由于与 Youtube 商业模式不同 (Youtube 为分成的前贴片广告), 各平台的播放量并不与广告收入直接挂钩, 但仍可以按照一定金额结算给内容方。这种解决方案的优势在于覆盖面广, 但是对于影视内容方的受益较为有限, 主要受益的机构是像阜博集团这类的第三方检测机构来校正平台使用量数据。
- 2、视频素材库: 与图片库相似, 服务商作为版权交易平台存在, 上游是专业供应商、个人供稿者以及公司自有版权内容, 使用“视觉内容”的广告营销服务机构、传媒、企业等; 也包括百度、腾讯、阿里巴巴等互联网平台。针对于不同客户类型, 也将分为高端视频库和微利视频库。这种解决方案的优势在于更专业的服务客户, 可以从大客户获得更高的收入, 实现收入和传播价值相匹配, 主要受益的机构是像视觉中国这类视频交易平台。

图 4: Youtube 2007 年即上线 Content ID



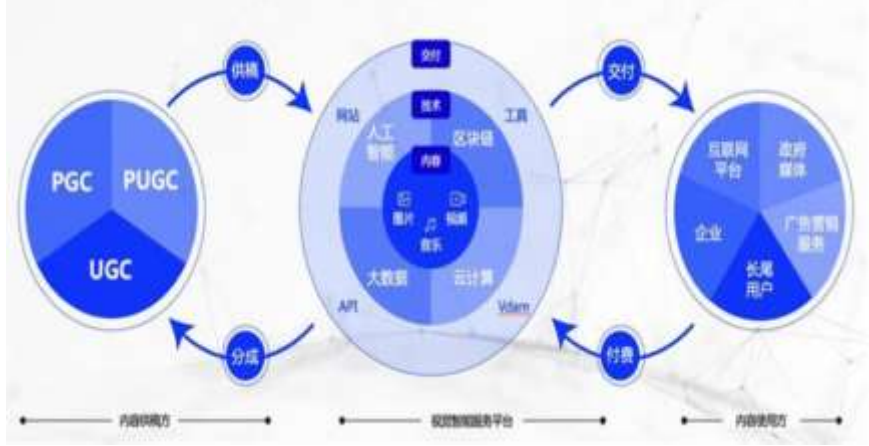
资料来源: Google, 国信证券经济研究所整理

图 5: Content ID 通过内容库比对上上传视频



资料来源: Google, 国信证券经济研究所整理

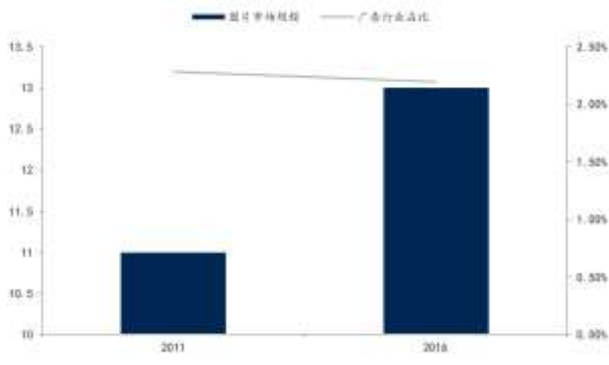
图 6：视频素材库可以采用图片库类似商业模式



资料来源：视觉中国，国信证券经济研究所整理

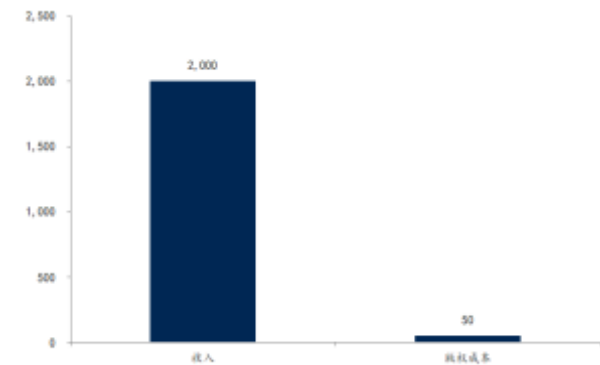
短视频版权市场存在巨大市场空间。我们从宏观和微观两个角度分析短视频版权的市场空间，这里对照图片版权市场。**宏观角度**，根据 Shutterstock 招股书披露 2016 年全球图片版权市场规模约 110 亿美元（其中委托定制和图片库约 5: 5），而全球广告市场规模约 5900 亿美元，二者占比约 2.2%。**微观角度**，知名自媒体回形针近期披露过其 2020 年收入及各项支出，全年收入约 2000 万，版权方面投入约 50 万，版权占比约 2.5%。**宏观和微观角度交叉验证，版权支出约占收入的 2.2-2.5% 之间。**视频化时代，视频的版权价值远大于图片、音乐，其包含着流量的价值。

图 7：全球图片版权市场规模及广告占比（单位：十亿美元）



资料来源：Shutterstock、eMarketer、国信证券经济研究所整理（图片版权市场包括委托定制和图片库）

图 8：2020 年自媒体回形针收入及版权投入（单位：万）



资料来源：回形针、国信证券经济研究所整理

我们以 2.2-2.5% 估计，2020 年国内短视频行业收入合计接近 3000 亿（字节 2200 亿，快手 590 亿，B 站 120 亿，游戏、直播等业务也是来自于短视频流量变现），则**短视频行业版权市场规模在 66-75 亿之间**。而 Tiktok 在海外仍拥有 4 亿日活，Kwai 海外拥有几千万日活用户，海外短视频市场商业化亦非常可观。

关注五一档票房表现

2015 年到 2019 年，五一档总票房一直处于增长状态，总票房从 6.35 亿元(不含服务费)增长至 15.27 亿元(含服务费)，持续保持了较高增速。作为疫情之后的首个五一档，上映电影数量创历史新高超过 10 部，相比之下 2015/16/17/18/19 年分别为 9/9/6/8/9 部；

我们认为，在优质电影内容推动之下，观影需求有望持续释放，五一档票房有望创历史新高；建议关注先骨干电影制片方光线传媒、中国电影以及院线板块（万达电影等）。

表 4：“五一档”电影

电影名	猫眼想看人数	主演	题材	重点出品方
你的婚礼	108.6 万	许光汉,章若楠,丁冠森	爱情/剧情	光线影业、背景造梦机、青春光线
秘密访客	27.48 万	郭富城,段奕宏,张子枫	悬疑/犯罪/剧情	新丽传媒、阿里巴巴、阅文影视
悬崖之上	13.89 万	张译,于和伟,秦海璐	剧情/悬疑/动作	中影股份、英皇影业、上海电影
追龙擒虎	13.29 万	古天乐,梁家辉,吴镇宇	犯罪/剧情/动作	耳东影业、墨客行影业、猫眼微影
阳光劫匪	10.75 万	马丽,宋佳,文文	喜剧/奇幻/剧情	劳雷影业、华谊兄弟
真·三国无双	10.62 万	王凯,古天乐,韩庚	动作/奇幻/战争	昇格传媒、拉近影业
扫黑·决战	7.96 万	姜武,张颂文,金世佳	犯罪/剧情/动作	爱奇艺影业、中影股份
猪猪侠大电影·恐龙日记	5.07 万	-	儿童/动画	咏声动漫、国影纵横、奥拉动漫
寻汉计	2.72 万	任素汐,李保田,王子川	喜剧/爱情	欢喜传媒、上海欢十喜
恐龙飞车	0.66 万	-	动画/喜剧/冒险	春晖动画、游族影业
钱学森	0.13 万	陈坤,张雨绮,林永健	传记	西部电影
最可爱的人	0.13 万	-	战争/动画	中影股份、华夏电影、中影动画
董存瑞	0.0449 万	张良,杨启天,张莹	剧情/传记/战争	长春电影
杨善洲	0.0204 万	李雪健,奚美娟,陶红	剧情/传记	紫禁城影业、云南电影、电影频道
离开雷锋的日子	0.0011 万	刘佩琦,宋春丽,王学圻	剧情/传记	青年电影、国影佳映

资料来源：猫眼专业版，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注业绩表现及超跌买入机会

- 1) 游戏行业在经历调整之后，估值处于低位且具备较好的成长性，推荐吉比特、中手游、三七互娱、掌趣科技、祖龙娱乐等标的；
- 2) 把握调整后的行业龙头买入机会，视频推荐芒果超媒、bilibili 及快手科技；SaaS 推荐中国有赞、微盟集团；IP 消费推荐泡泡马特、阅文集团。
- 3) 关注线下娱乐复苏进程，推荐电影（光线传媒、万达电影）、电视剧（华策影视）、电梯广告（分众传媒）、网吧娱乐（顺网科技）；
- 4) 中长期从新生态、新科技落地角度，推荐 IP 运营（阅读推荐掌阅科技、阅文集团；出版中信出版；图片推荐视觉中国；动漫推荐奥飞娱乐）、云游戏（顺网科技）等方向；
- 5) 国信传媒行业 4 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、视觉中国、万达电影，整体表现良好，5 月投资组合为芒果超媒、分众传媒、光线传媒、哔哩哔哩、吉比特。

表 5：重点推荐标的涨幅

代码	简称	股价	月涨幅	相对沪深 300 涨幅	相对行业指数涨幅
000681	视觉中国	13.77	-5.36%	-5.93%	-8.65%
300413	芒果超媒	65.90	13.39%	12.81%	10.09%
002027	分众传媒	10.48	12.93%	12.36%	9.64%
002739	万达电影	17.42	-4.50%	-5.07%	-7.79%
CI005028	传媒（中信）	2466.19	3.29%	2.72%	
000300.SH	沪深 300	5077.24	0.57%		

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
bili.O	哔哩哔哩	买入	120.64	466.93	(7.84)	(8.93)	(6.25)	(15)	(14)	(19)
1024.HK	快手-W	买入	273.40	11370.52	(28.04)	(1.93)	1.33	(10)	(142)	206
9992.HK	泡泡玛特	买入	66.70	935.09	0.37	0.77	1.21	179	87	55
2400.HK	心动公司	买入	70.20	337.26	0.02	0.02	0.39	3688	3680	178
0302.HK	中手游	增持	3.66	85.28	0.28	0.37	0.44	13	10	8
8083.HK	中国有赞	买入	2.72	469.47	(0.02)	(0.02)	(0.01)	(159)	(168)	(345)
0772.HK	阅文集团	买入	83.70	852.74	(4.40)	1.34	1.59	(19)	62	53
300113	顺网科技	买入	11.98	89.91	0.13	0.30	0.38	92	40	31
300413	芒果超媒	买入	70.54	1216.53	1.11	1.36	1.45	63	52	49
000681	视觉中国	买入	13.40	94.72	0.25	0.36	0.48	54	37	28
002555	三七互娱	买入	21.81	481.72	1.25	1.50	1.72	17	15	13
603444	吉比特	买入	453.50	324.37	14.56	20.15	23.10	31	23	20
300315	掌趣科技	买入	4.72	122.98	0.11	0.42	0.42	41	11	11
600373	中文传媒	增持	11.54	153.94	1.33	1.43	1.64	9	8	7
300770	新媒股份	买入	49.18	111.35	2.49	3.14	3.81	20	16	13
300251	光线传媒	买入	13.01	380.49	0.10	0.30	0.39	131	43	33
300133	华策影视	买入	6.70	115.70	0.23	0.29	0.34	29	23	20
002292	奥飞娱乐	增持	6.15	83.47	(0.33)	0.17	0.23	(19)	36	27
002343	慈文传媒	增持	5.86	27.45	(0.74)	0.43	0.45	(8)	14	13
300788	中信出版	增持	42.29	78.89	1.48	1.79	2.14	29	24	20
603096	新经典	增持	47.66	61.57	1.62	2.10	2.46	29	23	19
603533	掌阅科技	增持	29.51	128.73	0.60	0.92	1.21	49	32	24
002027	分众传媒	买入	10.71	1563.19	0.27	0.41	0.46	39	26	23
300058	蓝色光标	增持	6.16	154.69	0.29	0.35	0.42	21	17	15
002739	万达电影	增持	18.14	399.30	(2.99)	0.72	0.90	(6)	25	20
002291	星期六	增持	16.30	132.41	0.03	0.93	1.56	495	18	10

资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

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