

光线传媒 (300251)

证券研究报告

2021年05月07日

疫情下业绩体现强韧性，丰富储备叠加动画优势逐步复苏可期

光线传媒 2020 年实现营收 11.59 亿元，同比下降 59.04%；归母净利润 2.91 亿元，同比下降 69.28%，扣非后净利润 2.35 亿元，同比下降 72.93%。21Q1 实现营收 2.4 亿元，同比增长 6.0%，归母净利润 1.98 亿元，同比增长 573.1%，归母扣非净利润 1.93 亿元，同比增长 1527.3%。

20 年整体看，光线虽然也受到疫情冲击，但相对影响较小，能够成为行业内为数不多盈利的公司，并在 21Q1 持续恢复，体现出龙头公司强大韧性。

20 年光线保持核心竞争力，同时不断巩固动画电影赛道的先发优势。

2020 年，公司参与投资、发行或协助推广的影片并计入报告期票房的影片总票房约为 67.87 亿元，包括《八佰》《姜子牙》《金刚川》等电影，以及 19 年上映的《误杀》《两只老虎》《南方车站的聚会》等电影部分票房，报告期内票房约为 5.02 亿元。同时确认了《新世界》的电视剧投资、发行收入。动漫方面，公司主投、主控的动画电影《姜子牙》取得超过 16 亿元票房成绩，刷新多项纪录。此外公司协助推广宫崎骏动画电影《岸上的波妞》；网络动画电影《星游记-风暴法米拉 2》在爱奇艺播出；公司推出了一本漫画 APP，孵化原创漫画 IP32 个，与 64 位漫画艺术家展开合作。

21 年光线影视项目储备丰富，动画电影与真人电影有望齐头并进，多元业务提供有效协作。

2021 年，公司影视剧项目储备丰富，根据年报披露情况，公司预计上映电影项目 16 部，动画电影《深海》在制作中，真人电影如五一档上映的《你的婚礼》目前已获得 6.8 亿票房，《阳光姐妹淘》《坚如磐石》等均已制作完成，《五个扑水的少年》《会飞的蚂蚁》等影片在后期制作中，其他电影项目等也正按照经营计划有序推进；预计制作电影项目多达 50 部，包括《大鱼海棠 2》《大圣闹天宫》等项目。电视剧及网剧业务有望成为营收重要补充，预计制作、播出电视剧/网剧（含网络电影）项目 17 部，同时公司在产业协同领域已有多点布局，涵盖艺人经纪、音乐、实景娱乐等领域。

投资建议：光线传媒作为电影内容领军，多年耕耘不断巩固优势，并牢固把握动画电影优质赛道；行业层面，经过疫情冲击，电影行业再次承压也将继续加速出清，提升龙头集中度，无论是上游制作公司，还是下游渠道，龙头公司在中长期维度都有望受益。根据公司项目节奏，小幅下调 21-22 年归母净利润（前值 10.86 亿/12.86 亿），预计公司 21-23 年归母净利润分别为 10.10 亿/12.24 亿/13.93 亿元，对应 21-23 年 PE 分别为 35.2x/29.0x/25.5x，我们继续看好光线在动画电影领域具备强龙头竞争力，同时关注预计 7 月 1 日上映的《革命者》，及动画电影《深海》上映进度，维持“买入”评级。

风险提示：疫情变化，电影市场波动，影视项目上线不确定性，电影票房不达预期，行业监管从严

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,829.45	1,159.07	2,364.88	3,009.50	3,445.87
增长率(%)	89.70	(59.04)	104.03	27.26	14.50
EBITDA(百万元)	1,795.80	499.34	1,220.98	1,475.29	1,675.06
净利润(百万元)	947.59	291.05	1,009.93	1,224.14	1,392.92
增长率(%)	(31.00)	(69.28)	246.99	21.21	13.79
EPS(元/股)	0.32	0.10	0.34	0.42	0.47
市盈率(P/E)	37.46	121.96	35.15	29.00	25.48
市净率(P/B)	3.97	3.94	3.50	3.14	2.81
市销率(P/S)	12.55	30.63	15.01	11.79	10.30
EV/EBITDA	17.68	64.98	26.46	21.08	16.42

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	传媒/文化传媒
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,933.61
流通 A 股股本(百万股)	2,784.01
A 股总市值(百万元)	35,936.70
流通 A 股市值(百万元)	34,104.12
每股净资产(元)	3.15
资产负债率(%)	9.61
一年内最高/最低(元)	18.04/10.37

作者

文浩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516050002
wenhao@tfzq.com

张爽 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070004
zhangshuang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《光线传媒-公司点评:疫情影响当期电影业务，但不改中长期竞争力》 2021-02-01
- 《光线传媒-季报点评:Q3 影城复工初期业绩符合预期，看好动画电影中长期逻辑》 2020-11-02
- 《光线传媒-半年报点评:疫情影响短期业绩但不改竞争力，《姜子牙》回归国庆值得期待》 2020-08-22

内容目录

1. 财务数据分析	3
2. 20 年项目回顾及 21 年片单计划	5
3. 投资建议及风险提示	8

图表目录

图 1: 光线传媒 2016-2020 年, 20Q1, 21Q1 营业收入及增速	3
图 2: 光线传媒 2016-2020 年, 20Q1, 21Q1 归母净利润及增速	3
图 3: 2020 年业务分部情况	4
图 4: 2020 年公司相关资产计提信用减值及资产减值准备情况	4
图 5: 光线传媒 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入及同比	4
图 6: 光线传媒 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润及同比	4
图 7: 光线传媒 2016-2020 年, 20Q1, 21Q1 毛利率、净利率变化情况	5
图 8: 光线传媒 2016-2020 年, 20Q1, 21Q1 费用率变化情况 (研发费用 18 年起从管理费用中单独分拆)	5

表 1: 2020 年公司及子公司参与投资、制作、发行/协助推广的院线/网络电影项目上映情况	6
表 2: 2020 年公司及子公司参与投资、制作、发行的电视剧 (含网剧) 项目播出情况	6
表 3: 2021 年公司预计上映电影项目	6
表 4: 公司预计制作电影项目	7
表 5: 公司预计制作、播出电视剧/网剧 (含网络电影) 项目	8

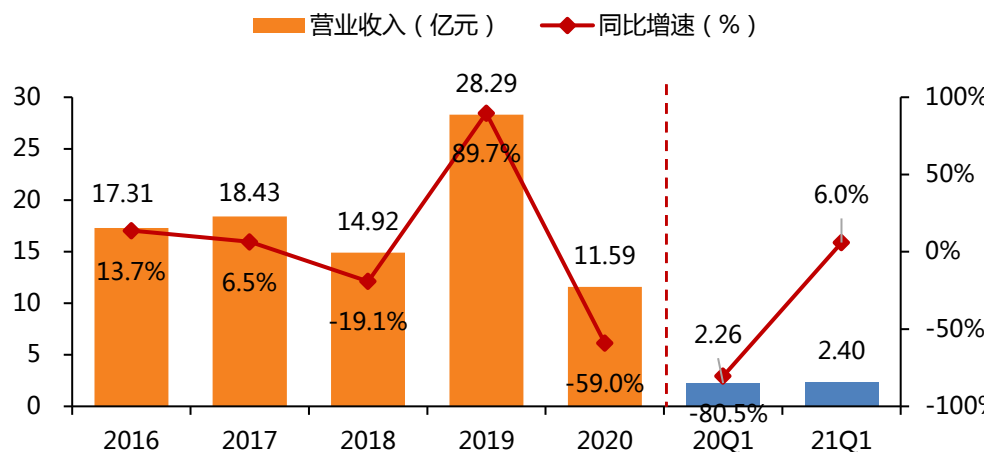
1. 财务数据分析

光线传媒 2020 年实现营收 11.59 亿元，同比下降 59.04%；归母净利润 2.91 亿元，同比下降 69.28%，扣非后净利润 2.35 亿元，同比下降 72.93%。

2020Q4 公司实现营收 6.78 亿元，同比上升 83.89%，归母净利润 2.27 亿元，同比上升 240.53%，扣非后净利润 2.19 亿元，同比上升 206.41%。

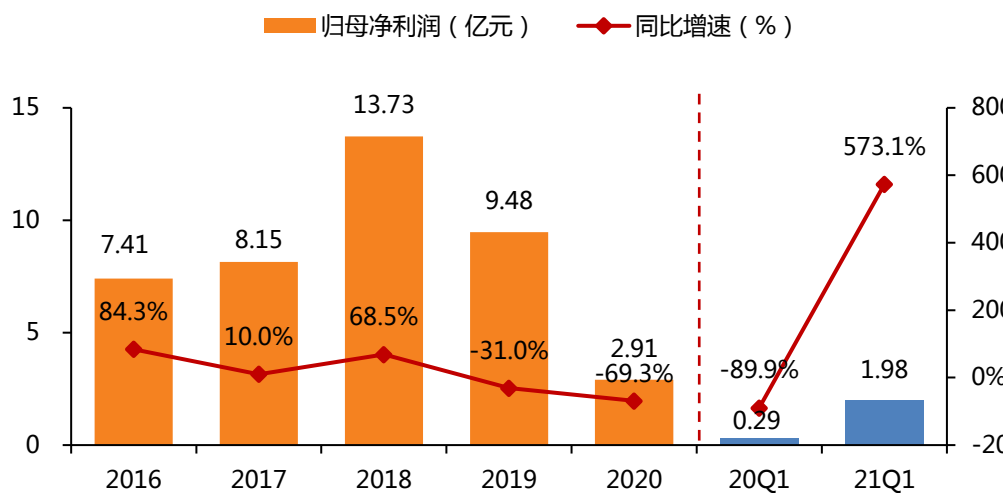
21Q1 实现营收 2.4 亿元，同比增长 6.0%，归母净利润 1.98 亿元，同比增长 573.1%，归母扣非净利润 1.93 亿元，同比增长 1527.33%，21Q1 业绩实现较大幅度回暖。

图 1：光线传媒 2016-2020 年，20Q1，21Q1 营业收入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：光线传媒 2016-2020 年，20Q1，21Q1 归母净利润及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：2020 年业务分部情况

分产品或服务	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年 同期增减
电影及衍生品	9.41	3.78	59.87%	-62.82%	-72.61%	14.34%
电视剧	1.54	1.24	19.37%	-35.23%	-17.88%	-17.04%
经纪业务及其他	0.64	0.42	33.42%	3.95%	29.17%	-11.63%

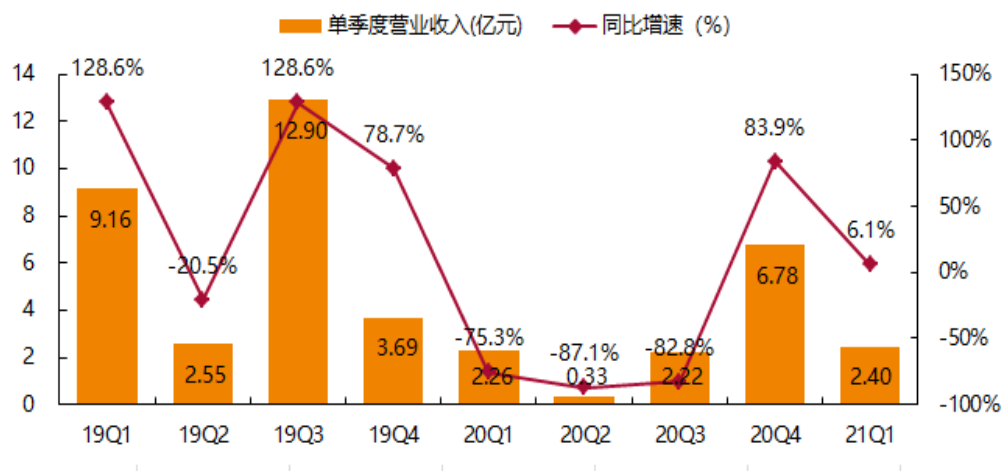
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：2020 年公司相关资产计提信用减值及资产减值准备情况

项目	减值金额 (亿元)
其他应收款坏账损失	-0.841
应收账款坏账损失	-0.225
存货跌价损失及合同履约成本减值损失	-0.426
合计 (信用减值损失+资产减值损失)	-1.49

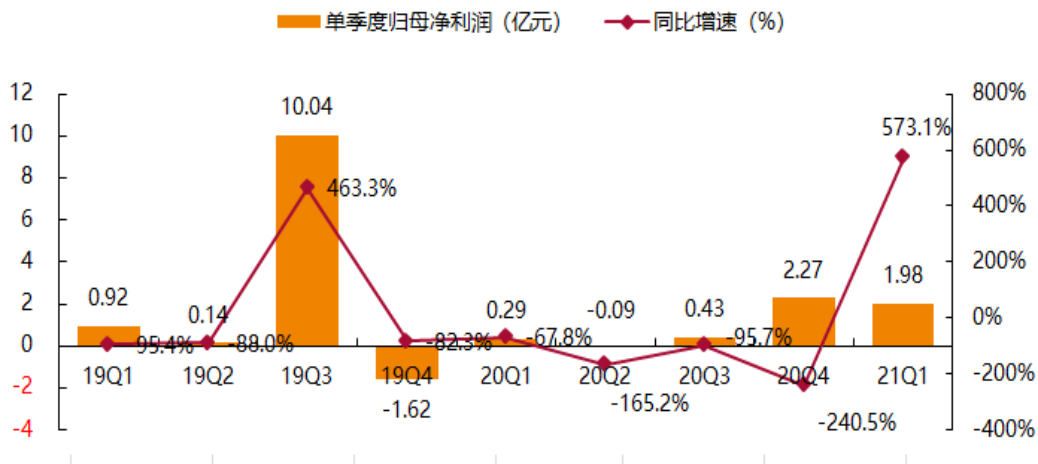
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：光线传媒 2019Q1-2021Q1 单季度营业收入及同比



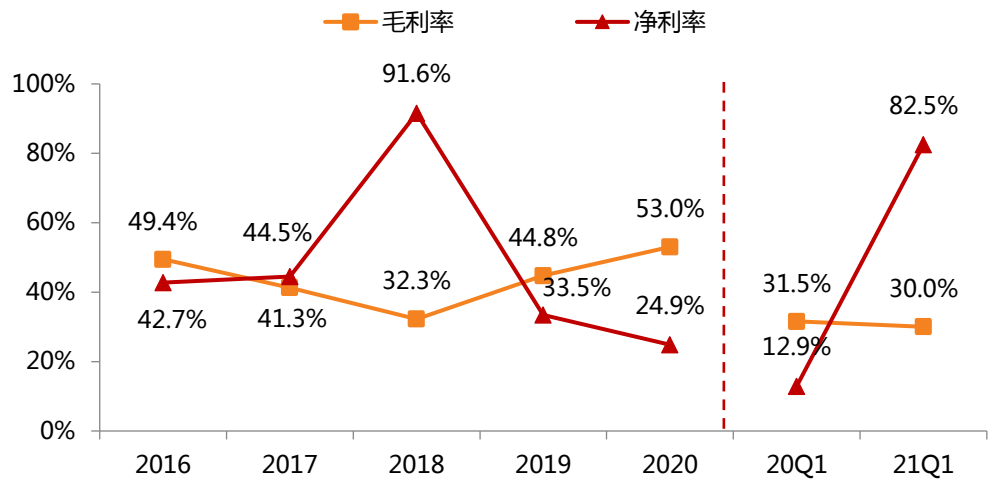
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：光线传媒 2019Q1-2021Q1 单季度归母净利润及同比



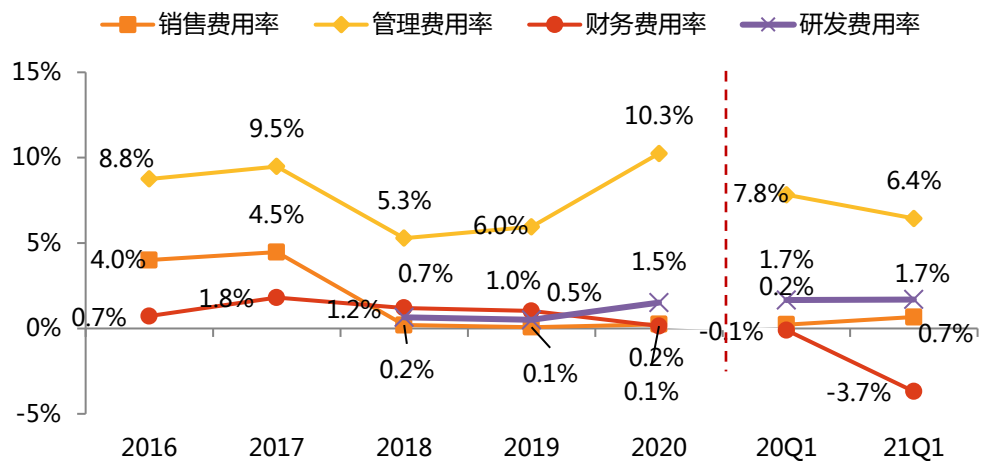
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：光线传媒 2016-2020 年，20Q1，21Q1 毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：光线传媒 2016-2020 年，20Q1，21Q1 费用率变化情况（研发费用 18 年起从管理费用中单独分拆）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 20 年项目回顾及 21 年片单计划

2020 年，公司参与投资、发行或协助推广的影片并计入本报告期票房的影片总票房约为 67.87 亿元，包括《妙先生》《八佰》《荞麦疯长》《我的女友是机器人》《姜子牙》《金刚川》《如果声音不记得》《崖上的波妞》及 2019 年上映的《误杀》《两只老虎》《南方车站的聚会》部分票房。同时公司确认了《新世界》的电视剧投资、发行收入。

动漫业务方面，公司主投、主控的动画电影《姜子牙》取得超过 16 亿元票房成绩，获得了中国影史动画电影票房亚军、年度院线电影票房季军。此外公司协助推广宫崎骏动画电影《岸上的波妞》，与日本吉卜力工作室保持了良好的关系并不断深化合作。网络动画电影《星游记-风暴法米拉 2》在爱奇艺播出。

公司推出了一本漫画 APP，孵化原创漫画 IP32 个；开发并推出了电影《哪吒之魔童降世》的衍生世界观漫画《敖丙传》，以及电影《妙先生》的前传漫画《妙先生之彼岸花》；公司与 64 位漫画艺术家展开视觉与故事方面的合作。公司不断巩固在动画电影赛道上的先发优势，稳步推进相关制作进程。

表 1：2020 年公司及子公司参与投资、制作、发行/协助推广的院线/网络电影项目上映情况

序号	电影名称	上映日期	公司参与方式
1	星游记之风暴法米拉 2 (网络电影)	2020 年 3 月 28 日	主投、发行
2	妙先生	2020 年 7 月 31 日	主投、发行
3	八佰	2020 年 8 月 21 日	参投
4	荞麦疯长	2020 年 8 月 25 日	参投、发行
5	我的女友是机器人	2020 年 9 月 11 日	参投、发行
6	姜子牙	2020 年 10 月 1 日	主投、发行
7	金刚川	2020 年 10 月 23 日	参投
8	如果声音不记得	2020 年 12 月 4 日	主投、发行
9	崖上的波妞	2020 年 12 月 31 日	协助推广

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 2：2020 年公司及子公司参与投资、制作、发行的电视剧（含网剧）项目播出情况

序号	项目名称	播出日期	公司参与方式	播出平台
1	新世界	2020 年 1 月 13 日	参投	东方卫视、北京卫视、腾讯视频、爱奇艺

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021 年，公司影视剧项目储备丰富，根据年报披露情况，公司预计上映电影项目 16 部，预计制作电影项目达 50 部。公司围绕“内容为王”的核心战略，继续深化巩固动画电影赛道的先发优势，努力扩展电影类型边界。

表 3：2021 年公司预计上映电影项目

序号	电影名称（暂定）	（预计）上映时间	合作方式	进度	主要演职人员
1	人潮汹涌	2021 年大年初一	参投+发行	已上映	导演：饶晓志 主演：刘德华、肖央、万茜
2	明天会好的	2021 年 4 月 2 日	参投+发行	已上映	导演：袁媛
3	你的婚礼	2021 年 4 月 30 日	主投+发行	即将上映	导演：韩天 主演：许光汉、章若楠
4	阳光姐妹淘	2021 年 6 月 11 日	参投+发行	制作完成	导演：包贝尔
5	革命者	2021 年 7 月 1 日	主投+发行	制作中	监制：管虎 导演：徐展雄
6	十年一品温如言	2021 年 10 月 1 日	主投+发行	制作中	导演：赵非
7	坚如磐石	待定	主投+发行	制作完成	导演：张艺谋
8	会飞的蚂蚁	待定	主投+发行	制作中	主演：章宇
9	五个扑水的少年	待定	主投+发行	制作中	导演：宋灏霖
10	墨多多谜境冒险	待定	主投+发行	制作中	导演：王竞 主演：秦昊
11	深海	待定	主投+发行	制作中	导演：田晓鹏
12	冲出地球	待定	主投+发行	制作中	导演：胡一泊
13	狙击手	待定	主投+发行	制作中	导演：张艺谋
14	我的佣兵生涯	待定	参投+发行	制作中	导演：蒋丛
15	一年之痒	待定	主投+发行	制作中	导演：黎志
16	误杀 2	待定	参投+发行	前期策划	监制：陈思诚

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上述电影项目名称为暂定名，最终以上映时确定的名称为准。公司将根据市场与审批情况适时对项目进行调整。

表 4：公司预计制作电影项目

序号	电影名称（暂定）	进度	主要演职人员
1	大鱼海棠 2	制作中	导演：梁旋、张春
2	西游记之大圣闹天宫	制作中	导演：田晓鹏
3	凤凰	制作中	待定
4	最后的魁拔	制作中	导演：王川
5	八仙过大海	制作中	待定
6	茶啊二中	制作中	导演：阎凯、夏铭泽
7	透明人	制作中	导演、编剧：章迪沙
8	拨云见日	制作中	导演：五百
9	我是真的讨厌异地恋	制作中	导演：吴洋、周男燊
10	奔跑吧！爷爷	制作中	待定
11	我经过风暴	制作中	导演：秦海燕
12	北京一夜	制作中	待定
13	哪吒 2	前期策划	待定
14	姜子牙 2	前期策划	待定
15	大理寺日志	前期策划	待定
16	去你的岛	前期策划	待定
17	相思	前期策划	待定
18	小倩	前期策划	待定
19	十九年间谋杀小叙	前期策划	待定
20	三体（新）	前期策划	待定
22	白夜行	前期策划	待定
23	后来我们都哭了	前期策划	待定
24	照明商店	前期策划	待定
25	双眼台风	前期策划	待定
26	刀锋上的救赎	前期策划	待定
27	这么多年	前期策划	待定
28	君生我已老	前期策划	待定
29	不再沉默	前期策划	编剧：袁媛
30	所有的乡愁都是因为馋	前期策划	待定
31	爱人	前期策划	待定
32	上流儿童	前期策划	待定
33	好想好想谈恋爱	前期策划	待定
34	我们的样子像极了爱情	前期策划	待定
35	我们不能是朋友	前期策划	待定
36	守护者	前期策划	待定
37	火星孤儿	前期策划	待定
38	火神山	前期策划	待定
39	正当防卫	前期策划	待定
40	如果某天我孤独死去	前期策划	待定
41	群星	前期策划	待定
42	往后余生	前期策划	待定
43	枕边有你	前期策划	待定
44	老师，再见	前期策划	待定
45	谁的青春不迷茫 2	前期策划	待定
46	赴汤蹈火	前期策划	待定

47	她的小梨涡	前期策划	待定
48	我的约会清单	前期策划	待定
49	约战西班牙	前期策划	待定
50	三十，而立	前期策划	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上述电影项目名称为暂定名，最终以上映时确定的名称为准。未开拍的电影尚有不不确定性因素，公司将根据市场与审批情况适时对项目进行调整

表 5：公司预计制作、播出电视剧/网剧（含网络电影）项目

电视剧/网剧（含网络电影）名称	主要演职人员
山河月明（原名江山纪）	导演：高希希
对的时间对的人	导演：周晓鹏
春日宴	待定
大理寺日志	待定
田螺有妇男	待定
拂玉鞍（原名叫斗士郡主）	待定
君生我已老	待定
候鸟	待定
所有的乡愁都是因为馋（原名乡愁）	待定
她的小梨涡	待定
男神，你走开	待定
山河枕	待定
枕边有你	待定
麒麟	待定
金玉王朝	待定
殃神	待定
我的约会清单	待定

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上述影视项目名称为暂定名，最终以播出时确定的名称为准。公司将根据市场与审批情况适时对项目进行调整

3. 投资建议及风险提示

光线传媒作为电影内容领军，多年耕耘不断巩固优势，并牢牢把握动画电影优质赛道；行业层面，经过疫情冲击，电影行业再次承压也将继续加速出清，提升龙头集中度，无论是上游制作公司，还是下游渠道，龙头公司在中长期维度都有望受益。根据公司项目节奏，小幅下调 21-22 年归母净利润（前值 10.86 亿/12.86 亿），预计公司 21-23 年归母净利润分别为 10.10 亿/12.24 亿/13.93 亿元，对应 21-23 年 PE 分别为 35.2x/29.0x/25.5x，我们继续看好光线在动画电影领域具备强龙头竞争力，同时关注预计 7 月 1 日上映的《革命者》，及动画电影《深海》上映进度，维持“买入”评级。

风险提示：疫情变化，电影市场波动，影视项目上线不确定性，电影票房不达预期，行业监管从严

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,512.39	1,925.32	4,073.79	5,284.34	8,867.87
应收票据及应收账款	433.62	634.83	284.85	467.53	872.53
预付账款	97.19	76.87	439.37	171.37	548.50
存货	1,164.47	938.86	3,338.76	2,956.92	408.55
其他	594.51	363.39	742.66	838.45	870.37
流动资产合计	4,802.18	3,939.26	8,879.43	9,718.60	11,567.83
长期股权投资	5,072.54	4,862.38	4,862.38	4,862.38	4,862.38
固定资产	33.04	28.50	22.99	17.49	11.98
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.49	2.08	2.09	1.77	1.13
其他	1,078.85	993.17	139.37	133.98	131.36
非流动资产合计	6,186.92	5,886.13	5,026.84	5,015.62	5,006.85
资产总计	10,989.11	9,825.39	13,906.26	14,734.22	16,574.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	779.99	372.57	1,650.52	1,509.48	1,747.87
其他	1,175.57	311.97	1,050.96	813.80	1,102.71
流动负债合计	1,955.56	684.54	2,701.47	2,323.28	2,850.58
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	55.19	92.14	18.00	55.07	36.54
非流动负债合计	55.19	92.14	1,018.00	1,055.07	1,036.54
负债合计	2,010.75	776.68	3,719.47	3,378.35	3,887.12
少数股东权益	43.54	40.59	43.63	49.78	58.19
股本	2,933.61	2,933.61	2,933.61	2,933.61	2,933.61
资本公积	2,003.81	1,988.12	1,988.12	1,988.12	1,988.12
留存收益	6,163.83	6,250.12	7,209.55	8,372.49	9,695.77
其他	(2,166.43)	(2,163.73)	(1,988.12)	(1,988.12)	(1,988.12)
股东权益合计	8,978.35	9,048.71	10,186.79	11,355.88	12,687.56
负债和股东权益总	10,989.11	9,825.39	13,906.26	14,734.22	16,574.68

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	946.61	288.11	1,009.93	1,224.14	1,392.92
折旧摊销	12.54	12.35	6.50	6.82	7.15
财务费用	55.82	31.55	10.42	11.69	12.26
投资损失	(406.52)	40.12	(400.00)	(420.00)	(450.00)
营运资金变动	(540.56)	(42.00)	(61.66)	46.75	2,260.48
其它	1,551.16	(344.39)	3.04	6.26	8.19
经营活动现金流	1,619.05	(14.27)	568.22	875.67	3,230.99
资本支出	337.89	(246.43)	75.14	(36.07)	19.54
长期投资	372.81	(210.16)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,169.37)	744.99	390.42	443.85	414.91
投资活动现金流	(458.67)	288.39	465.56	407.78	434.44
债权融资	674.79	0.00	1,000.00	1,000.00	1,000.00
股权融资	(539.40)	(30.27)	165.19	(11.69)	(12.26)
其他	(653.43)	(828.80)	(50.50)	(1,061.21)	(1,069.65)
筹资活动现金流	(518.04)	(859.07)	1,114.69	(72.90)	(81.91)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	642.35	(584.94)	2,148.47	1,210.55	3,583.53

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,829.45	1,159.07	2,364.88	3,009.50	3,445.87
营业成本	1,563.10	544.39	1,399.95	1,774.15	2,019.28
营业税金及附加	2.34	1.63	3.31	4.21	4.82
营业费用	2.05	2.83	5.68	6.62	7.24
管理费用	168.56	118.81	151.35	183.58	203.31
研发费用	14.40	17.57	20.10	22.57	23.09
财务费用	28.86	1.61	10.42	11.69	12.26
资产减值损失	(289.95)	(42.64)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
公允价值变动收益	0.10	(0.22)	(0.00)	0.11	(0.22)
投资净收益	406.52	(40.12)	400.00	420.00	450.00
其他	(178.06)	237.79	(769.99)	(810.22)	(869.56)
营业利润	1,111.53	317.43	1,174.07	1,426.78	1,625.65
营业外收入	2.26	9.37	5.00	5.00	5.00
营业外支出	1.26	3.38	1.20	1.20	1.20
利润总额	1,112.53	323.42	1,177.87	1,430.58	1,629.45
所得税	165.92	35.32	164.90	200.28	228.12
净利润	946.61	288.11	1,012.97	1,230.30	1,401.33
少数股东损益	(0.98)	(2.95)	3.04	6.15	8.41
归属于母公司净利润	947.59	291.05	1,009.93	1,224.14	1,392.92
每股收益(元)	0.32	0.10	0.34	0.42	0.47

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	89.70%	-59.04%	104.03%	27.26%	14.50%
营业利润	-42.36%	-71.44%	269.87%	21.52%	13.94%
归属于母公司净利润	-31.00%	-69.28%	246.99%	21.21%	13.79%
获利能力					
毛利率	44.76%	53.03%	40.80%	41.05%	41.40%
净利率	33.49%	25.11%	42.71%	40.68%	40.42%
ROE	10.61%	3.23%	9.96%	10.83%	11.03%
ROIC	14.89%	4.68%	16.85%	17.79%	20.39%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	18.30%	7.90%	26.75%	22.93%	23.45%
净负债率	-20.47%	-21.28%	-30.17%	-37.73%	-62.01%
流动比率	2.46	5.75	3.29	4.18	4.06
速动比率	1.86	4.38	2.05	2.91	3.91
营运能力					
应收账款周转率	7.91	2.17	5.14	8.00	5.14
存货周转率	2.09	1.10	1.11	0.96	2.05
总资产周转率	0.26	0.11	0.20	0.21	0.22
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.10	0.34	0.42	0.47
每股经营现金流	0.55	0.00	0.19	0.30	1.10
每股净资产	3.05	3.07	3.46	3.85	4.31
估值比率					
市盈率	37.46	121.96	35.15	29.00	25.48
市净率	3.97	3.94	3.50	3.14	2.81
EV/EBITDA	17.68	64.98	26.46	21.08	16.42
EV/EBIT	17.74	65.72	26.60	21.18	16.49

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com