

《梦幻新诛仙》驱动利润增长，《幻塔》有望成下一增长点

——完美世界 2021 三季度报点评

核心观点

- **21Q3 公司营业收入为 25.33 亿元，同比下降 13.21%，环比增长 28.21%，** 环比增长主要系《梦幻新诛仙》贡献。毛利率为 67.13%，同比上升 2.35pp，主要因《梦幻新诛仙》官方服务器占比较高；研发费用 5.16 亿，同比增长 45.6pp，环比增长 20.9pp，系三季度调薪、委托研发相关费用支出增加以及物业地产相关支出增加所致；销售费用 5.29 亿，同比下降 15.9pp，环比下降 11.5pp；归母净利润 5.42 亿，同比增长 1.18%，环比增长 362.47%，系《梦幻新诛仙》带来的贡献。
- **游戏业务：**21Q3 已上线《梦幻新诛仙》表现优异，畅销榜平均排名为第 16 名。未来新上线游戏品类丰富，《幻塔》11 月中旬终测，有望年内上线；《完美世界诸神之战》、《一拳超人世界》年底开测，预期为 22 年贡献收入增量。此外，《幻塔》、《梦幻新诛仙》以及放置类游戏陆续会在海外上线。
- **影视业务：**影视剧品类选择更为谨慎。2021 年品类选择上以收益稳定的定制剧和献礼剧为主。Q3 影视主要确认《舍我其谁》，Q4《昔有琉璃瓦》有望上线贡献收入。

财务预测与投资建议

- 公司《梦幻新诛仙》维持较高流水。新品类《幻塔》、《梦幻新诛仙》海外预计成为 22 年驱动力。我们预计 21/22/23 年归母净利润分别为 12.20/23.76/26.06 亿元(21~23 原预测值为 25.13/31.25/34.99 亿元，由于手游上线延期及版号政策或使得游戏上线周期拉长，我们下调 21-23 年盈利预测)，对应 EPS 0.63/1.22/1.34 元，PE 为 28/14/13 倍。根据可比公司 2022 年 P/E 调整后均值 19 倍，我们给予公司目标价：23.18 元，维持“买入”评级。

风险提示：流水不达预期风险、政策风险、买量成本提升风险、影视存货跌价风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,039	10,225	9,678	13,923	15,478
同比增长(%)	0.1%	27.2%	-5.4%	43.9%	11.2%
营业利润(百万元)	1,342	1,628	1,349	2,646	2,899
同比增长(%)	-29.1%	21.4%	-17.2%	96.2%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	1,503	1,549	1,220	2,376	2,606
同比增长(%)	-11.9%	3.0%	-21.2%	94.7%	9.7%
每股收益(元)	0.77	0.80	0.63	1.22	1.34
毛利率(%)	60.9%	60.3%	57.2%	62.3%	62.2%
净利率(%)	18.7%	15.1%	12.6%	17.1%	16.8%
净资产收益率(%)	16.7%	15.2%	10.9%	18.5%	17.0%
市盈率	22.4	21.8	27.6	14.2	12.9
市净率	3.5	3.1	2.9	2.4	2.0

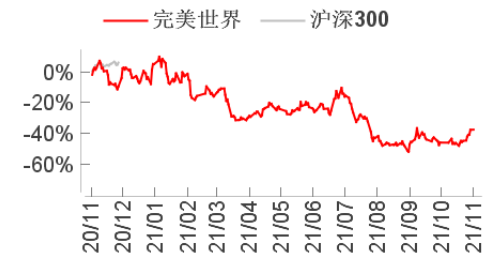
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年11月01日)	17.42 元
目标价格	23.18 元
52周最高价/最低价	62.28/24.9 元
总股本/流通A股(万股)	193,997/182,722
A股市值(百万元)	49,305
国家/地区	中国
行业	互联网与传媒
报告发布日期	2021年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.97	-11.09	-31.15	-26.08
相对表现	-2.73	-17.08	-36.42	-54.60
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	项雯倩 021-63325888*6128 xiangwenqian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120
证券分析师	李雨琪 021-63325888-3023 liyuyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520050001 香港证监会牌照：BQP135
证券分析师	吴丛露 wuconglu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520020003 香港证监会牌照：BQJ931
联系人	詹博 021-63325888*3209 zhanbo@orientsec.com.cn
联系人	韩旭 hanxu3@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1、21Q3 营收环比增长 28.21%，游戏业务表现稳健	4
1.1 研发费用提升，销售费用小幅增长	4
1.2 21Q3 归母净利润 5.42 亿	5
2、游戏业务驱动收入增长	6
3、影视：去存货仍在进行中、谨慎布局促稳健发展	7
预测盈利	8
投资建议	10
风险提示	11

图表目录

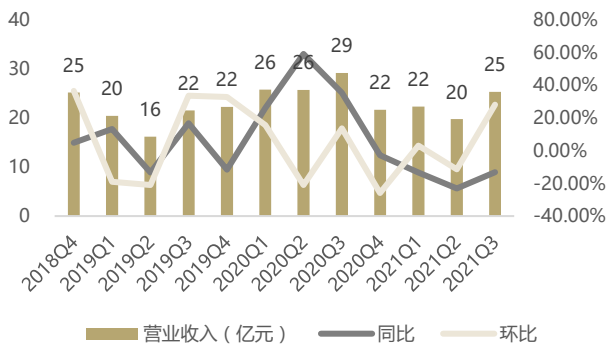
图 1: 营收变化 (亿)	4
图 2: 毛利变化 (亿)	4
图 3: 公司费用情况(亿)	5
图 4: 公司费率变化情况(%)	5
图 5: 公司归母净利润变化情况 (亿)	6
图 6: 公司 iOS 畅销榜 Q3 月均进入 Top50 的产品	6
图 7: 公司存货 (亿)	8
表 1: 完美世界移动游戏产品线	7
表 2: 完美世界端游产品线	7
表 3: 2021 影视剧储备	8
表 4: 核心假设及盈利变动预测分析表	9
表 5: 主要财务数据变动分析表	10
表 6: 可比公司估值	10

1、21Q3 营收环比增长 28.21%，游戏业务表现稳健

21Q3 公司营收 25.33 亿，同比下降 13.21%，环比增长 28.21%。环比增长主要系《梦幻新诛仙》带来。

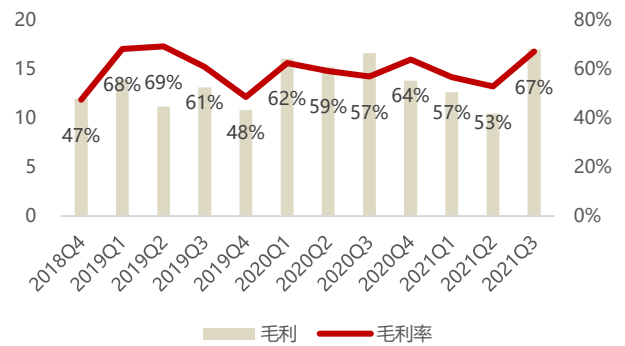
21Q3 公司毛利率为 67.13%，同比增长 2.35pp，环比增长 62.86pp。主要系《梦幻新诛仙》官方服务器占比较高，带来毛利率提升。

图 1：营收变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：毛利变化（亿）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.1 研发费用提升，销售费用小幅增长

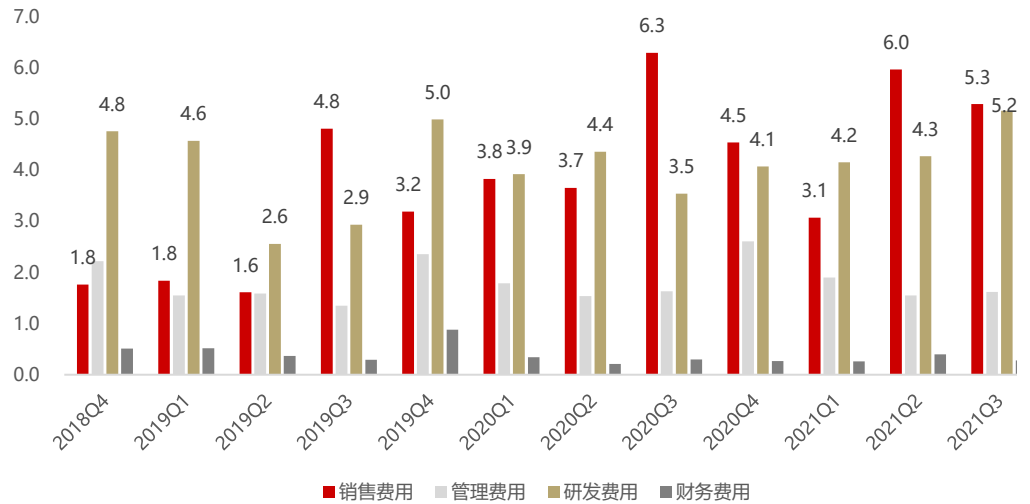
21Q3 研发费用 5.16 亿，研发费率为 20.15%，同比增长 45.6pp，环比增长 20.9pp。研发费用增长系三季度调薪、委托研发相关费用支出增加以及物业地产相关支出增加所致。

21Q3 销售费用为 5.29 亿，同比下降 15.9pp，环比下降 11.5pp。

21Q3 的管理费用为 1.62 亿，同比下降 0.8pp，环比增长 4.5pp。

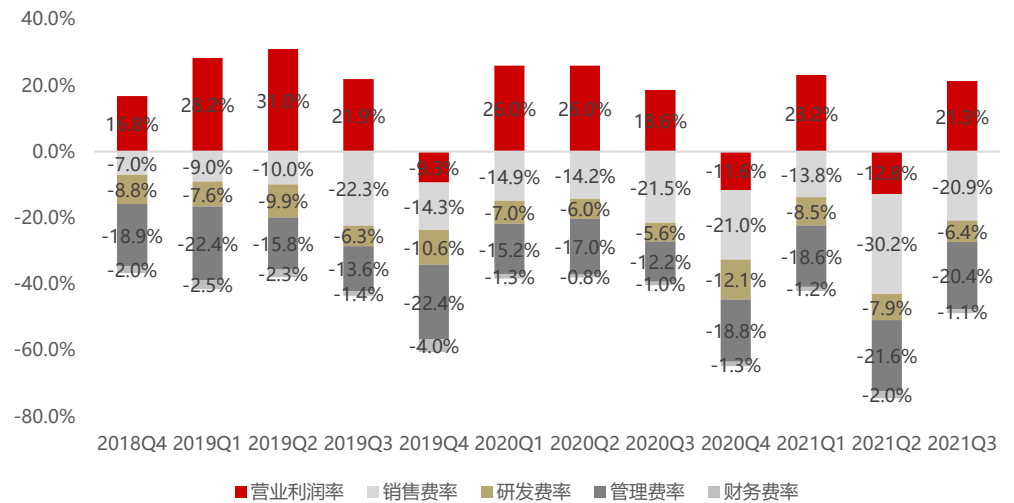
21Q3 的财务费用为 2841.96 万，同比下降 6.3pp，环比下降 28.6pp。

图 3：公司费用情况(亿)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司费率变化情况(%)



数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 21Q3 归母净利润 5.42 亿

21Q3 归母净利润 5.42 亿，同比增长 1.18%，环比增长 362.47%。环比大幅回暖系《梦幻新诛仙》带动。

图 5：公司归母净利润变化情况（亿）



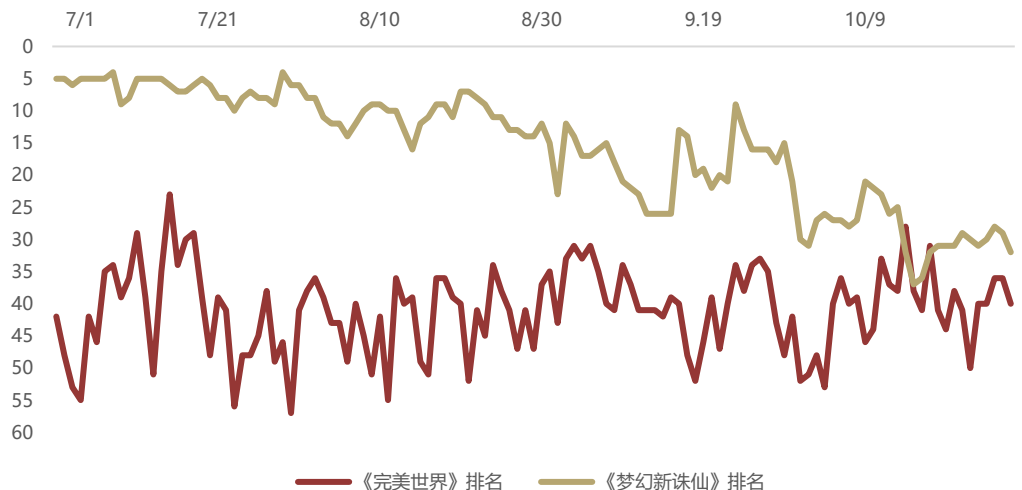
数据来源：公司公告，东方证券研究所

2、游戏业务驱动收入增长

公司《完美世界》持续维持较高流水，新游《梦幻新诛仙》表现良好。新品类《幻塔》、《完美世界：诸神之战》、《一拳超人：世界》预计驱动 22 年收入增长，尤其重点关注精品游戏《幻塔》11 月中旬终极测试中的表现。

- 21Q3《诛仙》、《完美世界》、《新笑傲江湖》等老产品保持稳定

图 6：公司 iOS 畅销榜 Q3 月均进入 Top50 的产品



数据来源：七麦数据，东方证券研究所

- 此外，ARPG 手游《幻塔》11 月中测试，有望年内上线；产品为完美世界旗下 Hotta Studio 研发的轻科幻开放世界手游，游戏在美术表现、角色建模、拟态系统方面全面升级，融合去

表 1：完美世界移动游戏产品线

游戏名称	类型	Taptap 预约	预计上线时间	版本号
幻塔	ARPG	1159875	21/11/10 终极测试	国新出审[2021]774 号
火炬之光：无限	ARPG	638549	Q4 删档测试推迟	
黑猫奇闻社	互动解谜	162821	2021 年	
一拳超人：世界	3D 动作	29500	预约中	
Project：棱镜	异星科幻	120546	预约中	
梦间集 2	未来风	103111	预约中	
天龙八部 2 手游	MMO RPG	30127	预约中	
完美世界：诸神之战	MMO RPG	4749	已开启测试	国新出审[2021]150 号
代号：R	RPG	10389	预约中	

资料来源：Taptap、截止 2021 年 10 月 27 日，东方证券研究所

标签化角色塑造、影视级动作捕捉、高自由度世界探索玩法与轻科幻美术风格，有望成为完美世界 22 年营收的驱动力量。

- 《一拳超人：世界》《天龙八部 2》预计 Q4 测试。《一拳超人：世界》从 PV 表现来看将打破以往卡牌玩法，热血打击感拉满的 3D 动作游戏或吸引大量原 IP 粉丝。

端游主机表现：

端游老产品《CSGO》《DOTA 2》《诛仙》《完美世界》保持稳定，后续将有新产品《新诛仙世界》《完美新世界》持续推出。

表 2：完美世界端游产品线

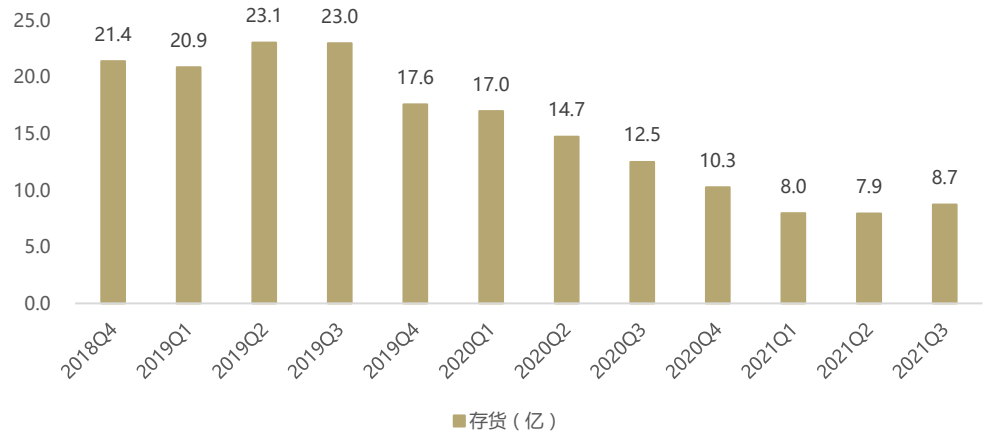
游戏名称	平台	类型	版本号
诛仙世界端游	PC	玄幻、MMO、RPG	
完美新世界端游	PC	玄幻	
代号：档案	PC	都市传说	

资料来源：公司官网，东方证券研究所

3、影视：去存货仍在进行中、谨慎布局促稳健发展

21H1 上线作品中，既有《光荣与梦想》、《理想照耀中国》这样的口碑佳作，也有《上阳赋》等热度高的作品。相比于 H1，Q3 仅确认《舍我其谁》，在口碑和热度上均表现平平。Q4 确认《昔有琉璃瓦》，《光荣与梦想》、《七月与安生》等作品也将进行二轮或多轮发行。

公司存货余额 8.75 亿，相较于去年有大幅去化。

图 7：公司存货（亿）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

Q4 以及 22 年上线的影视作品中，依然以确保收入稳定性的定制剧和献礼剧为主。当代涉案剧《特工任务》聚焦当代都市背景下的国家安全战线；《许你岁月静好》是我国人民海军在新时期深化改革过程中保卫祖国海疆为现实背景的原创作品；《我在天堂等你》讲述了欧战军一家三代跨越近五十年、围绕信仰追求展开的人生故事。

表 3：2021 影视剧储备

项目名称	进展	演员阵容
《昔有琉璃瓦》	Q4 播出	陈钰琪、林一
《许你岁月静好》	拍摄	金瀚、宣璐
《星落凝成糖》	拍摄	陈星旭、李兰迪
《云襄传》	拍摄	陈晓、毛晓彤
《月里青山淡如画》	拍摄	李庚希、张超
《摇滚狂花》	拍摄	姚晨、常远、庄达菲
《特工任务》	前期筹备	
《温暖的甜蜜的》	前期筹备	宋茜、高伟光
《来吧宝贝》	前期筹备	童瑶、高伟光
《我在天堂等你》	前期筹备	
《心想事成》	前期筹备	
《江湖宅女记》	前期筹备	
《心理大师》	前期筹备	
《方根书简》	前期筹备	
《灿烂》	前期筹备	
《末路狂花》	前期筹备	

资料来源：公司官网，东方证券研究所

预测盈利

受版号政策影响，或使得游戏项目上线周期拉长。因此我们对公司 2021-2023 年盈利预测做出如下假设：

- 1) 游戏收入: 因游戏项目延期, 以及版号政策等原因, 我们预计公司游戏项目的收入将有所下降, 21~23 年为 82.78/127.19/142.35 亿元。
- 2) 电视剧收入: 公司影视去库存持续, 预计公司电视剧项目的收入基本保持在稳定水平, 21~23 年为 12.6/10.4/10.5 亿元。
- 3) 销售费率: 随着公司买量模式引入, 原假设公司 21-23 年销售费率分别为 18.5%/18.6%/18.8%, 现假设公司 21-23 销售费率分别提升至 22.6%/22.8%/23.1%。
- 4) 研发费率: 随着公司游戏研发团队扩大及调薪的影响, 原假设公司 21-21 年研发费率分别为 16.3%/15.2%/15.2%, 现假设公司 21-23 年研发费率分别提升至 19.9%/16.3%/16.7%。
- 5) 毛利率: 公司游戏收入占比下降, 影视项目毛利率偏低, 原假设公司 2021 年毛利率为 60.6%, 现假设公司 2021 年毛利率下降至 57.2%。

表 4: 核心假设及盈利变动预测分析表

人民币百万元 (标注除外)	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
游戏						
销售收入	10,882	14,034	15,967	8,278	12,719	14,235
变动幅度				-23.9%	-9.4%	-10.8%
毛利率	62.5%	62.1%	61.7%	62.90%	65.9%	65.4%
变动幅度				0.4%	3.8%	3.7%
电视剧						
销售收入	835	708	742.2	1,260	1,038	1,046
变动幅度				50.8%	46.6%	40.9%
毛利率	40.0%	40.0%	40.0%	22.09%	22.09%	22.09%
变动幅度				-17.91%	-17.91%	-17.91%
艺人经纪及综艺节目						
销售收入	14.72	17.67	21.2	14.72	17.67	21.2
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%	31.1%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
经纪及其他						
销售收入	37.23	37.23	37.23	11.73	11.73	11.73
变动幅度				-68.5%	-68.5%	-68.5%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	-91.3%	0.00%	0.00%
变动幅度				-91.3%	0.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	47.76	57.31	68.77	113.8	136.5	163.8
变动幅度				138.3%	138.2%	138.2%
毛利率	56.8%	58.7%	56.7%	48.8%	47.4%	48.2%
变动幅度				-8%	-11.3%	-8.5%
营业收入	11,817	14,854	16,387	9,678	13,923	15,478

变动幅度				-18.1%	-6.3%	-5.5%
毛利率	60.6%	60.8%	60.5%	57.2%	62.3%	62.2%
变动幅度				-3.5%	1.5%	1.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 5：主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,817	14,854	16,387	9,678	13,923	15,478
变动幅度				-18.1%	-6.3%	-5.5%
营业利润	2,798	3,485	3,899	1,349	2,647	2,900
变动幅度				-51.8%	-24.1%	-25.6%
归属母公司净利润	2,513	3,125	3,499	1,220	2,376	2,606
变动幅度				-51.4%	-23.6%	-23.7%
每股收益（元）	1.30	1.61	1.8	0.63	1.22	1.34
变动幅度				-53.2%	-26.6%	-25.6%
毛利率(%)	60.6%	60.8%	60.5%	57.2%	62.3%	62.2%
变动幅度				-3.5%	1.5%	1.7%
净利率(%)	21.3%	21.0%	20.8%	12.6%	17.1%	16.8%
变动幅度				-8.7%	-4.0%	-4.0%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

- 公司《梦幻新诛仙》维持较高流水。新品类《幻塔》、《梦幻新诛仙》海外预计成为 22 年驱动力。我们预计 21/22/23 年归母净利润分别为 12.20/23.76/26.06 亿元(21~23 原预测值为 25.13/31.25/34.99 亿元，由于手游上线延期及版号政策或使得游戏上线周期拉长，我们下调 21-23 年盈利预测)，对应 EPS 0.63/1.22/1.34 元，PE 为 28/14/13 倍。根据可比公司 2022 年 P/E 调整后均值 19 倍，我们给予公司目标价：23.18 元，维持“买入”评级。

表 6：可比公司估值

代码	证券简称	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	市盈率 PE			
				TTM	21E	22E	23E
	调整后平均值			19.2	22.72	19.35	16.09
002555.SZ	三七互娱	528	528	27.6	15.13	12.76	9.66
603444.SH	吉比特	246	246	16.9	22.32	19.40	16.90
0700.HK	腾讯控股	37,983.42	38,006.50	20.4	32.42	26.96	21.90
9999.HK	网易-S	4,370.42	4,370.42	17.99	30.70	25.88	21.70
9990.HK	祖龙娱乐	62.5	62.5	--	12.17	8.06	5.25

资料来源：2021/10/29 收盘价，东方证券研究所，wind 一致预期

风险提示

流水不达预期风险：游戏上线后实际流水水平和高峰期流水持续性会有着较强的不确定性。

政策风险：当前中国大陆地区对于游戏上线需要版号审核，且对国内产品出海属于鼓励政策；而海外手游上线无需版号审核。但各国政策，以及他国对于中国厂商态度变化可能会对未来厂商出海产生影响。电影、电视剧政策影响影视剧审核、内容。

未成年人防沉迷政策后续走向及深层次影响尚不确定。

买量成本提升风险：单用户获取成本上涨或带来买量压力。

影视存货跌价风险：公司仍有 8.75 亿存货，其中影视项目占到绝大多数。

虽然影视方面目前仍是之前项目的落地，处于清库存状态，但当前仍存在计提存货跌价准备风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,526	2,943	4,338	5,640	7,383	营业收入	8,039	10,225	9,678	13,923	15,478
应收票据、账款及款项融资	2,355	1,411	2,179	3,168	3,517	营业成本	3,142	4,057	4,143	5,248	5,851
预付账款	542	331	313	451	501	营业税金及附加	31	32	30	43	48
存货	1,760	1,027	966	1,224	1,364	营业费用	1,145	1,831	2,187	3,172	3,581
其他	2,950	2,172	2,237	2,350	2,461	管理费用及研发费用	2,189	2,347	2,680	3,232	3,664
流动资产合计	10,132	7,885	10,034	12,833	15,226	财务费用	206	113	66	59	43
长期股权投资	1,914	2,768	2,768	2,768	2,768	资产、信用减值损失	729	956	(51)	217	119
固定资产	364	354	559	469	379	公允价值变动收益	427	413	413	413	413
在建工程	48	275	0	0	0	投资净收益	229	196	186	166	190
无形资产	214	190	133	50	0	其他	88	130	127	115	124
其他	3,958	4,035	3,562	3,717	3,786	营业利润	1,342	1,628	1,349	2,646	2,899
非流动资产合计	6,497	7,622	7,022	7,005	6,933	营业外收入	10	40	27	26	31
资产总计	16,629	15,507	17,056	19,838	22,159	营业外支出	6	12	8	9	10
短期借款	1,139	784	784	784	784	利润总额	1,346	1,657	1,367	2,663	2,921
应付票据及应付账款	486	733	616	847	957	所得税	(101)	152	109	213	234
其他	3,175	2,687	2,435	2,710	2,447	净利润	1,447	1,504	1,258	2,450	2,687
流动负债合计	4,800	4,204	3,835	4,341	4,189	少数股东损益	(56)	(44)	38	73	81
长期借款	225	23	35	46	57	归属于母公司净利润	1,503	1,549	1,220	2,376	2,606
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.77	0.80	0.63	1.22	1.34
其他	1,476	98	1,176	917	730						
非流动负债合计	1,701	121	1,211	962	787	主要财务比率					
负债合计	6,501	4,325	5,046	5,304	4,976		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	614	347	385	458	539	成长能力					
股本	1,365	2,012	1,940	1,940	1,940	营业收入	0.1%	27.2%	-5.4%	43.9%	11.2%
资本公积	2,309	1,946	1,812	1,901	1,886	营业利润	-29.1%	21.4%	-17.2%	96.2%	9.6%
留存收益	5,859	7,045	7,944	10,320	12,926	归属于母公司净利润	-11.9%	3.0%	-21.2%	94.7%	9.7%
其他	(18)	(167)	(71)	(86)	(108)	获利能力					
股东权益合计	10,129	11,182	12,010	14,534	17,183	毛利率	60.9%	60.3%	57.2%	62.3%	62.2%
负债和股东权益总计	16,629	15,507	17,056	19,838	22,159	净利率	18.7%	15.1%	12.6%	17.1%	16.8%
						ROE	16.7%	15.2%	10.9%	18.5%	17.0%
						ROIC	14.3%	13.2%	10.4%	17.4%	16.1%
						偿债能力					
						资产负债率	39.1%	27.9%	29.6%	26.7%	22.5%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	2.11	187.56%	261.62%	295.59%	363.50%
						速动比率	1.67	142.54%	215.19%	243.65%	303.47%
						营运能力					
						应收账款周转率	3.8	5.7	5.7	5.4	4.8
						存货周转率	1.5	2.0	2.3	2.6	2.5
						总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.8	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.77	0.80	0.63	1.22	1.34
						每股经营现金流	1.48	1.84	0.64	0.36	0.68
						每股净资产	4.90	5.59	5.99	7.26	8.58
						估值比率					
						市盈率	22.4	21.8	27.6	14.2	12.9
						市净率	3.5	3.1	2.9	2.4	2.0
						EV/EBITDA	17.3	15.0	17.9	9.8	9.2
						EV/EBIT	18.5	16.5	20.3	10.6	9.7

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn