

2021年12月16日

《幻塔》开启公测，品类突破进行时

完美世界(002624)

►《幻塔》预约高热度有望出圈，强势卡位二次元赛道

公司二次元赛道突破之作《幻塔》12月16日开启公测，官网预约量突破1500万，继承在MMORPG赛道的长期经验，标志着公司品类拓展决心，具备战略意义。《幻塔》具备强社交属性、拟态武器卡牌池等差异化特点，相比传统二次元ARPG，氪金场景更为丰富；历经四次内测不断根据反馈改进，四测后评分迅速上升口碑升温。

►品类多元化突破进行时，精品游戏储备充足

公司探索多重品类，推出多款跨赛道精品，玩法创新与品类拓展持续进行，新作融合MMO、MOBA、Rougelike等多种元素；公司后续pipeline储备充足，2021年4月，公司在战略发布会上公开24款在研游戏，涉及二次元、国漫、女性向等领域，多品类、多题材游戏储备，转型道路明朗。

►二次元赛道前景可期，游戏行业长期景气

二次元游戏具有玩家忠诚度高、付费意愿强等特征，随着00后“Z世代”的成长，泛二次元用户突破3.9亿，二次元游戏具有相对高景气度；游戏是文化出海的重要载体，电竞行业获多重政策加持，行业景气度不改；作为元宇宙产业蓝图最早变现的场景，元宇宙相关技术的发展将为游戏行业带来新的增长驱动，点燃新的商业模式，助力板块长期发展。

►投资建议：维持“增持”评级

维持盈利预测，预计公司2021-2023年营收分别为95.70/123.20/148.72亿元，归母净利润分别为13.46/23.32/28.01亿元，EPS分别为0.69/1.20/1.44元，对应2021年12月16日21.85元/股收盘价，PE分别为32、18、15倍。公司是A股稀缺的具有强研发实力的游戏公司，目前股价估值水平处于历史低位，随着未来业绩持续回暖，新游逐步上线贡献业绩，我们看好公司基本面数据反转驱动的股份上涨空间，维持“增持”评级。

►风险提示

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
------	-------	-------	-------	-------	-------

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	21.85
股票代码：	002624
52周最高价/最低价：	31.54/13.01
总市值(亿)	423.88
自由流通市值(亿)	399.25
自由流通股数(百万)	1,827.24



分析师：赵琳
邮箱：zhaolin@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520040003

研究助理：李钊
邮箱：lizhao1@hx168.com.cn

相关研究

1. 《梦诛》助推业绩回暖，关注《幻塔》终测 2021.10.28
2. 黑马研发团队加盟，新手游蓄势待发 2020.04.25

营业收入(百万元)	8,039	10,225	9,570	12,320	14,872
YoY (%)	0.1%	27.2%	-6.4%	28.7%	20.7%
归母净利润(百万元)	1,503	1,549	1,346	2,332	2,801
YoY (%)	-11.9%	3.0%	-13.1%	73.3%	20.1%
毛利率 (%)	60.9%	60.3%	60.4%	62.0%	61.3%
每股收益 (元)	0.77	0.80	0.69	1.20	1.44
ROE	15.8%	14.3%	11.0%	16.1%	16.2%
市盈率	28.21	27.37	31.50	18.18	15.14

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 完美世界：经典 IP 积淀深厚，新品类注入活力	4
1.1. 端游起家、手游接棒，积极布局新赛道	4
1.2. 股权结构稳定，创始人持股 32.61%	4
2. 《幻塔》具备出圈潜力，强势卡位二次元赛道	5
2.1. MMO 优势赛道+二次元，填补现有品类空白	5
2.2. 玩法、场景多重差异化，打造多个氪金点	6
2.3. 数次改进彰显精品化追求，测试反馈可观提升流水预期	7
3. 新品类突破在即，多元化转型道路明朗	8
3.1. 品类拓展进行时，多元化转型目标坚定	8
3.2. 多品类游戏储备丰富，多元化转型未来可期	9
4. 新世代催化新需求，游戏行业长期景气	10
4.1. Z 世代玩家为爱氪金，二次元赛道未来可期	10
4.2. 政策支持+技术驱动，游戏行业长期向好逻辑不改	11
5. 盈利预测与投资建议	11
6. 风险提示	12

图表目录

图 1 公司发展历程	4
图 2 完美世界股权结构	5
图 3 《幻塔》官方预约人数已超过 1500 万	5
图 4 经典 IP “诛仙” MMORPG 新游《梦幻新诛仙》	5
图 5 末日废土设定下《幻塔》具备独特美术风格	6
图 6 “捏脸”面部塑造玩法赋予玩家更高代入感	6
图 7 《幻塔》设置众多拟态武器角色	7
图 8 稀有拟态武器具备稀缺皮肤与更高武力值	7
图 9 《战神遗迹》公测首日登免费榜第一名，畅销榜第 10 名，新增用户破 110 万，首日流水达 1600 万	8
图 10 《梦幻新诛仙》引入 5 种创新元素属性，上线首日登顶 iOS 免费榜，拿下畅销榜第五	8
图 11 公司首款二次元游戏《梦间集》	9
图 12 《幻塔》有望成为公司二次元品类突破的开山之作	9
图 13 二次元用户多为 24 岁以下的 Z 世代群体	10
图 14 2014-2022 年泛二次元用户规模及预测（亿人）	10
图 15 2016-2023 二次元游戏市场规模及预测	11
图 16 2016-2020 二次元手游销售收入	11
图 17 游戏出海收入有巨大增长空间	11
图 18 2021 年电竞玩家平均每月观看赛事时间	11
表 1 数次测试不断改进	7
表 2 2021.04 公司战略发布会游戏清单	9

1. 完美世界：经典 IP 积淀深厚，新品类注入活力

1.1. 端游起家、手游接棒，积极布局新赛道

游戏为公司主营业务核心，继“端转手”之后，多元化布局成公司新战略。

2004 年，完美世界游戏业务成立。成立之初主要为端游，其中《完美世界》、《诛仙》等大获成功。

2013 年，公司开启“端转手”布局。首款手游《神雕侠侣》获得成功，并先后打造《完美世界》、《诛仙》、《武林外传》等对应手游。

2020 年起，公司大力发展电竞、云游戏等领域。早期取得的电竞游戏 Dota2、CS:GO 代理权为公司电竞领域的发展打下了基础。

2021 年 12 月，二次元游戏《幻塔》上线，有望成为公司品类突破的开山之作。

图 1 公司发展历程

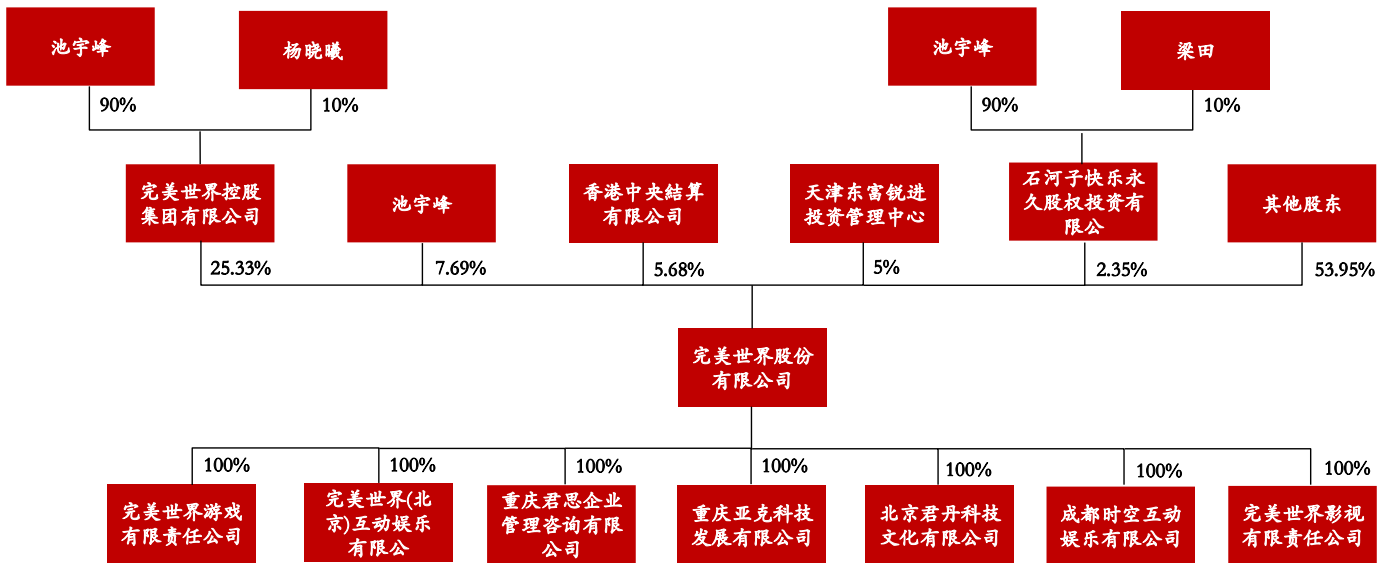


资料来源：公司官网，华西证券研究所

1.2. 股权结构稳定，创始人持股 32.61%

公司股权结构清晰稳定，创始人为实际控制人。创始人池宇峰个人直接持股 7.69%，通过持有完美世界控股集团 90% 股权间接持股 22.80%，通过持有石河子快乐永久 90% 股权间接持股 2.12%，合计持股 32.61%，股权结构相对清晰。

图 2 完美世界股权结构



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 《幻塔》具备出圈潜力， 强势卡位二次元赛道

2.1. MMO 优势赛道+二次元， 填补现有品类空白

《幻塔》是一款融合二次元、开放世界要素的 MMORPG 手游，标志着公司二次元品类初探索。游戏以末日废土科幻设定为背景，融合多个拟态角色、影视级动作捕捉技术，玩法自由度高、美术风格独特，同时具备竞技、公会等 MMORPG 独有的高社交性元素，是公司 2021 年重点产品，集中大量研发人员投入。

图 3 《幻塔》官方预约人数已超过 1500 万



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

图 4 经典 IP “诛仙” MMORPG 新游《梦幻新诛仙》



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

公司早有 MMORPG 品类成功经验，多款经典产品为《幻塔》研发奠定基础。MMORPG 是公司擅长的传统品类，在此领域布局超过 15 年，累计获取了数百亿元流水。伽马数据显示，2020 年公司在移动游戏 MMORPG 赛道市占率为 24.4%，目前在运营移动产品中超八成属于 MMO。公司头部 IP “诛仙”“完美世界”累计价值超百亿元，且有“神魔大陆”“武林外传”等多个数十亿元级别 IP。

废土科幻元素注入新意，有望填补二次元品类空白。《幻塔》是公司对二次元品类的初步探索，在保留自身长板的基础上结合市场反馈，融合大量 Z 世代玩家喜爱的元素，如多元化角色设定具备萌系风格、创建起始人物的“捏脸”界面使玩家可以自由设定自身人物五官，从而提升玩家沉浸感，同时可衍生出大量二次创作品，激活玩家交流热度。

图 5 末日废土设定下《幻塔》具备独特美术风格



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

图 6 “捏脸”面部塑造玩法赋予玩家更高代入感



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

2.2. 玩法、场景多重差异化，打造多个氪金点

对标二次元现象级手游《原神》，《幻塔》具备差异化优势。同为二次元赛道重度产品，《幻塔》具备强社交属性，以多人联机为主要玩法。游戏中的世界频道、公会、副本组队等传统 MMO 设定，满足玩家的竞技需求。相比之下 ARPG 游戏《原神》尚无 PvP 场景，玩法更近于单机游戏。

图 7 《幻塔》设置众多拟态武器角色



图 8 稀有拟态武器具备稀缺皮肤与更高武力值



资料来源：游戏官网，华西证券研究所

资料来源：游戏截图，华西证券研究所

卡池设置独特，抓住二次元玩家“为爱氪金”特质。《幻塔》“拟态武器”设定赋予武器萌系外形，战斗时无需停顿更换角色，将二次元游戏传统“为爱付费”、为角色付费特质与 MMORPG 游戏“为赢付费”结合，稀有属性卡牌兼具稀缺角色皮肤与更高武力值；副本组队、公会等多人社交场景及后续长线迭代，将持续推出更多氪金场景。

2.3. 数次改进彰显精品化追求，测试反馈可观提升流水预期

《幻塔》历经四次内测，随反馈不断改进，四测数据可观。多轮内测改进后，四测对画风、玩法再次做出优化，玩家反馈良好，《幻塔》TapTap 评分从 4.7 上升至 6.7，游戏社区好评数量增加，口碑快速回暖。截至 2021 年 12 月 14 日，官网预约数超 1500 万，玩家期待值较高。

表 1 数次测试不断改进

测试	反馈问题	改进内容
一测	建模粗糙，战斗打击反馈简陋，对话界面陈旧，bug 穿模常见；	-
二测	光影、河流交互效果差，战斗效果、击打反馈不足，卡池单一；	修改严重 bug，人物建模更加精细，优化对话界面，新增捏脸系统；
三测	物理引擎 bug，画风与设定割裂；	地图场景扩充，全面优化游戏场景画面表现力，战斗效果优化，新增武器拟态系统优化卡池，武器与职业合并进入卡池；
四测	整体反馈较好，TapTap 评分由 4.7 上升至 6.7。	修改 bug，优化画风，更新天气系统，完善空中连招战斗效果，装备锻造系统优化。

资料来源：17173，TapTap，Bilibili，华西证券研究所

参考同品类爆款，首月流水预期较高。二次元 ARPG 游戏《原神》同样具备高预约量、高关注度等特征，2020 年 9 月上线前全网预约人次超 1700 万，首月全球流水超 16 亿元，上线当日进入国内 IOS 畅销榜前二，并持续保持二次元手游赛道头部地位，伽马数据显示，截至 2021 月，《原神》流水位居二次元移动游戏第一。根据《幻塔》四测良好反馈、研发质量及预约数，首月流水预期将上调。

3. 新品类突破在即，多元化转型道路明朗

3.1. 品类拓展进行时，多元化转型目标坚定

2021年，公司推出多款重点产品，玩法创新与品类拓展持续进行。

(1)《战神遗迹》：MMO基础上融入MOBA+吃鸡+Roguelike等创新玩法，传统魔幻题材中融入未来科技元素，20余种玩法涵盖了pvp、pve和休闲玩法。

(2)《梦幻新诛仙》：回合制MMO的“破壁者”——创新玩法+高自由度大世界。游戏引入了五种元素属性，每种属性都有相应的特殊效果，高度自由大世界让诛仙世界真正“动”了起来。

(3)《幻塔》：“MMO+二次元”游戏，是公司从玩法创新走向品类突破的重要节点。

图9 《战神遗迹》公测首日登免费榜第一名，畅销榜第10名，新增用户破110万，首日流水达1600万



资料来源：公开资料，华西证券研究所

图10 《梦幻新诛仙》引入5种创新元素属性，上线首日登顶iOS免费榜，拿下畅销榜第五



资料来源：游戏陀螺，华西证券研究所

《幻塔》突破传统MMO，有望成为二次元品类突破的开山之作。作为传统mmo游戏厂商，公司于2017年首次提出从核心优势的MMORPG品类向多元化的游戏类型拓展，于2021年明确聚焦“MMO+X”与“卡牌+X”两大核心赛道。首款二次元游戏《梦间集》于2017年上线，“MMO+二次元”游戏《幻塔》定于2021年12月16日上线，进一步彰显转型决心，多元化品类突破在即。

图 11 公司首款二次元游戏《梦间集》



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 12 《幻塔》有望成为公司二次元品类突破的开山之作



资料来源：Taptap，华西证券研究所

3.2. 多品类游戏储备丰富，多元化转型未来可期

2021 年 4 月，公司在战略发布会上公开了 24 款游戏新品，一半以上为创意新品。其中，《代号：R》、《Project：棱镜》等 7 项游戏布局二次元赛道；《灵笼》IP 游戏等布局国漫赛道；《梦间集 2》、《黑猫奇闻社》等涉及女性向领域。多品类、多题材游戏储备丰富，转型道路明朗。

表 2 2021.04 公司战略发布会游戏清单

游戏名	品类	题材	上线情况
《Perfect new world》	次时代动作	奇幻	在研
《完美新世界》	开放世界 MMORPG	玄幻	在研
新《诛仙世界》	MMORPG	仙侠	在研
《诛仙 2》	MMORPG	仙侠	在研
《梦幻新诛仙》	大世界创新回合	仙侠	已上线
《天龙八部 2 手游》	MMORPG	武侠	已开放预约
温瑞安系列	-	武侠	即将开测
《梦间集 2》	-	未来风	在研
《香蜜沉沉烬如霜》	大世界 RPG	神话	在研
《代号：仙剑》	大世界创新回合制	仙侠	在研
《代号：火山》	策略休闲 RPG	魔幻	在研
《战神遗迹》	混合玩法 ARPG	魔幻	2021.5.20 公测
《幻塔》	开放世界 RPG	废土科幻	2021.12.16 公测
《代号：R》	互动叙事 RPG	蒸汽幻想	在研
《代号：MA》	多人协同 CCG	日系幻想	在研
《Project：棱镜》	开放世界	异星科幻	已开放预约

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

《Project Bard》	二次元冒险 RPG 手游	日系幻想	在研
《CODE NAME: X》	JRPG	现代	在研
《一拳超人：世界》	3D 动作	英雄热血	即将开测
《黑猫奇闻社》	互动解密	都市奇幻	在研
《逐光之旅》	平台跳跃	深海唯美	在研
《代号：档案》	叙事解谜	都市传说	在研
彩条屋系列	-	神话国漫	在研
灵笼改编游戏	-	科幻国漫	在研

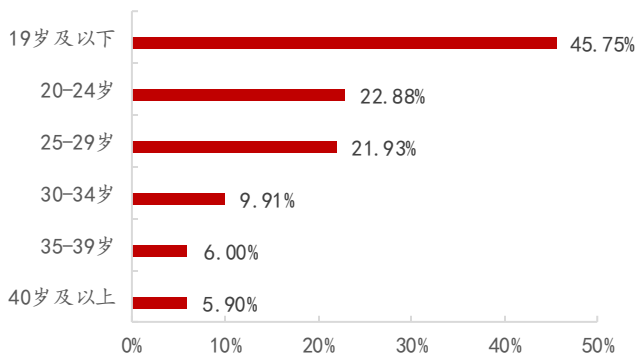
资料来源：游戏葡萄，华西证券研究所

4. 新世代催化新需求，游戏行业长期景气

4.1. Z 世代玩家为爱氪金，二次元赛道未来可期

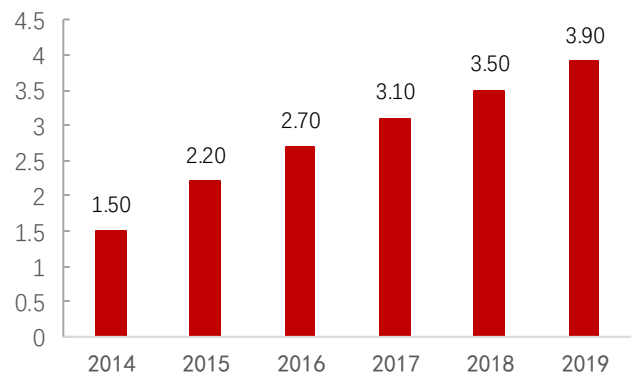
二次元游戏以 Z 世代为主要受众，享受 ACGN 文化圈氛围红利。随着日本 ACGN 文化在国内普及，Z 世代人群对二次元文化具备较高包容度，具备萌系元素的漫画、番剧、轻小说等热度攀升出圈，二次元游戏也随之火热。由于用户群体多为热衷同好社群及社交媒体的年轻人，二次创作数量更高、层层破圈较其他品类更为迅速，无需大量买量助推。

图 13 二次元用户多为 24 岁以下的 Z 世代群体



资料来源：TGDC2020，华西证券研究所

图 14 2014-2019 年泛二次元用户规模(亿人)



资料来源：艾瑞咨询，华西证券研究所

“为爱付费”重度氪金，二次元品类用户粘性大、付费意愿强。相比传统网游“为赢付费”，二次元游戏延续了宅文化“为爱氪金”的传统，以抽卡为主要付费模式，玩家在游玩中对角色产生感情寄托，在卡池为抽到目标角色反复氪金，在此过程中用户忠诚度及付费意愿不断累积，秒针系统数据显示，核心二次元爱好者平均年花费达到 9200 元。

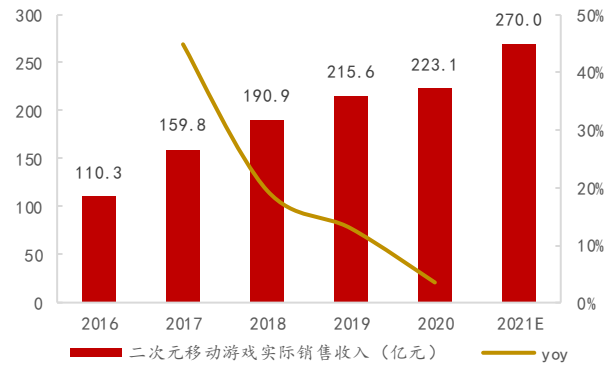
二次元游戏赛道前景可期。泛二次元用户数量不断增长，《原神》《阴阳师》等二次元游戏品类爆款频现，2020 年，二次元游戏规模已达 411 亿元，在整体游戏市场规模中占比接近 10%，且未来仍将保持稳步增长；二次元手游销售收入达到 223.10 亿元，预计 2021 年将达到 250 亿元。

图 15 2016-2023 二次元游戏市场规模及预测



资料来源: QuestMobile, 华西证券研究所

图 16 2016-2020 二次元手游销售收入

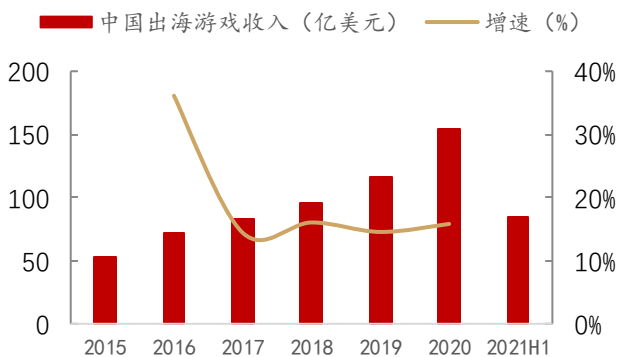


资料来源: 伽马数据, 华西证券研究所

4.2. 政策支持+技术驱动, 游戏行业长期向好逻辑不改

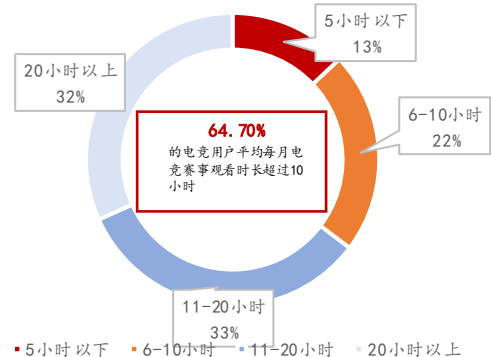
游戏出海、电子竞技获多重政策扶持。《十四五规划》明确提出鼓励游戏等数字文化产品“走出去”。2020 年, 中国成为 App Annie 全球发行商 52 强中上榜数量仅次于美国的国家, 实现海外下载总量同比增长 8%, 收入同比增长 53% 的飞跃发展。电竞行业被写入《十四五规划》, 多地政府加大扶持力度。2021 年 11 月, 《英雄联盟》《王者荣耀》《和平精英》《炉石传说》等 8 个项目入选亚运会电子竞技小项。

图 17 游戏出海收入有巨大增长空间



资料来源: 伽马数据, 华西证券研究所

图 18 2021 年电竞玩家平均每月观看赛事时间



资料来源: 艾媒咨询, 华西证券研究所

元宇宙相关技术为游戏行业带来强力增长驱动。游戏是元宇宙最早的入口, 云计算、VR、区块链、5G 与人工智能等相关技术的逐渐突破, 为游戏产业商业化模式变革创造了条件。UGC、NFT 等新的内容产出、变现模式涌现, 新技术背景下, 用户粘性、花费时长、ARPPU 有望提升。

5. 盈利预测与投资建议

公司 2021 年前三季度实现营收 67.39 亿元, 同比下降 16.40%, 实现归母净利润 8.00 亿元, 同比下降 53.92%。四季度实现营收 25.33 亿元, 同比下降 13.21%, 实现归母净利润 5.42 亿元, 同比增长 1.18%, 相比二季度亏损 2.07 亿元, 经营业绩环比大幅回暖。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

维持盈利预测，我们预计公司 2021-2023 年营收分别为 95.70/123.20/148.72 亿元，归母净利润分别为 13.46/23.32/28.01 亿元，EPS 分别为 0.69/1.20/1.44 元，对应 2021 年 12 月 16 日 21.85 元/股收盘价，PE 分别为 32、18、15 倍。公司是 A 股稀缺的具有强研发实力的游戏公司，目前股价估值水平处于历史低位，随着未来业绩持续回暖，新游逐步上线贡献业绩，我们看好公司基本面数据反转驱动的股票上涨空间，维持“增持”评级。

6. 风险提示

游戏版号政策收缩风险；新游测试不及预期风险；税收优惠政策被取消风险；人才流失风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	10,225	9,570	12,320	14,872	净利润	1,504	1,329	2,271	2,738
YoY (%)	27.2%	-6.4%	28.7%	20.7%	折旧和摊销	197	23	24	25
营业成本	4,057	3,790	4,687	5,757	营运资金变动	1,627	-800	-95	-300
营业税金及附加	32	30	38	46	经营活动现金流	3,693	402	1,946	2,132
销售费用	1,831	2,105	2,464	2,974	资本开支	-571	246	35	46
管理费用	757	709	899	1,071	投资	-28	-80	-40	-40
财务费用	113	0	-20	-59	投资活动现金流	-453	406	303	378
资产减值损失	-969	-85	-75	-75	股权募资	17	0	0	0
投资收益	196	239	308	372	债务募资	1,121	-300	0	0
营业利润	1,628	1,272	2,143	2,583	筹资活动现金流	-2,794	-352	-40	-40
营业外收支	28	0	0	0	现金净流量	384	456	2,209	2,470
利润总额	1,657	1,272	2,143	2,583	主要财务指标				
所得税	152	-57	-129	-155	成长能力				
净利润	1,504	1,329	2,271	2,738	营业收入增长率	27.2%	-6.4%	28.7%	20.7%
归属于母公司净利润	1,549	1,346	2,332	2,801	净利润增长率	3.0%	-13.1%	73.3%	20.1%
YoY (%)	3.0%	-13.1%	73.3%	20.1%	盈利能力				
每股收益	0.80	0.69	1.20	1.44	毛利率	60.3%	60.4%	62.0%	61.3%
资产负债表 (百万元)					净利率率	14.7%	13.9%	18.4%	18.4%
货币资金	2,943	3,399	5,608	8,078	总资产收益率 ROA	10.0%	8.2%	12.2%	12.3%
预付款项	331	0	0	0	净资产收益率 ROE	14.3%	11.0%	16.1%	16.2%
存货	1,027	1,541	1,547	2,121	偿债能力				
其他流动资产	3,583	3,992	4,530	5,042	流动比率	1.88	2.39	2.75	2.99
流动资产合计	7,885	8,933	11,684	15,241	速动比率	1.55	1.89	2.29	2.47
长期股权投资	2,768	2,798	2,828	2,858	现金比率	0.70	0.91	1.32	1.59
固定资产	354	354	354	354	资产负债率	27.9%	23.5%	22.8%	22.9%
无形资产	190	192	193	193	经营效率				
非流动资产合计	7,622	7,431	7,464	7,497	总资产周转率	0.66	0.58	0.64	0.65
资产合计	15,507	16,363	19,148	22,737	每股指标 (元)				
短期借款	784	484	484	484	每股收益	0.80	0.69	1.20	1.44
应付账款及票据	733	636	817	984	每股净资产	5.59	6.28	7.48	8.92
其他流动负债	2,687	2,611	2,943	3,627	每股经营现金流	1.90	0.21	1.00	1.10
流动负债合计	4,204	3,731	4,244	5,096	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	23	23	23	23	估值分析				
其他长期负债	98	98	98	98	PE	27.37	31.50	18.18	15.14
非流动负债合计	121	121	121	121	PB	5.28	3.47	2.91	2.44
负债合计	4,325	3,852	4,365	5,216					
股本	2,012	2,012	2,012	2,012					
少数股东权益	347	330	270	207					
股东权益合计	11,182	12,512	14,783	17,521					
负债和股东权益合计	15,507	16,363	19,148	22,737					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

赵琳：华西证券传媒行业首席，南开大学本硕。本科毕业后自愿到乡村学校长期支教后担任校长，期间获《中国教育报》头版头条关注报道。2017年硕士毕业后到新时代证券从事传媒行业研究，2019年加盟华西证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。