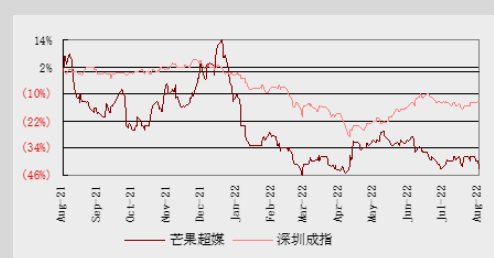


300413.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 29.51

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(49.4)	(1.3)	(16.6)	(42.5)
相对深证成指	(34.0)	(1.2)	(28.2)	(29.1)

发行股数(百万)	1,871
流通股(%)	55
总市值(人民币 百万)	55,205
3个月日均交易额(人民币 百万)	408
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
芒果传媒有限公司	56

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2022 年 8 月 18 日收市价为标准

相关研究报告

《芒果超媒: 自制实力持续加强, 优质内容排播逐步恢复》20220425

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

传媒: 数字媒体

证券分析师: 卢翌

(8621)20328754

yi1.lu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300522010001

芒果超媒

22H1 业绩点评: Q2 业绩显著改善, 下半年优质内容带动增长

芒果超媒发布 2022 上半年业绩, 22H1 营业收入 67.14 亿元, 同比-14.5%; 归母净利润 11.91 亿元, 同比-18.0%; 扣非后归母净利润 10.95 亿元, 同比-23.9%。上半年自制综艺保持出色表现, 季风剧场剧集较为平淡; 下半年将排播更多重点内容, 预计全年业绩表现前低后高。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **芒果 TV 广告收入承压, Q2 业绩环比改善明显。** Q2 营业收入 35.9 亿元, 同比-6.6%, 环比+14.9%; 归母净利润 6.83 亿元, 同比+0.8%, 环比+34.6%。分业务看, 芒果 TV 互联网视频业务 22H1 收入 52.27 亿元, 同比-11.4%。其中, 广告收入 21.63 亿元, 同比-31.2%; 会员收入 18.58 亿元, 同比+6.5%; 运营业务收入 12.06 亿元, 同比+19.3%。娱乐内容制作收入 4.90 亿元, 同比-50.3%。内容电商收入 9.45 亿元, 同比+1.4%。22H1 毛利率 36.3%, 同比-1.4ppts; 销售/管理/研发费用率为 14.5%/3.8%/1.5%, 同比均基本持平。
- **自制综艺保持出色表现, 季风剧场剧集较为平淡。** 芒果 TV 上半年上线 33 档自制/定制综艺和 18 部重点电视剧, 根据云合数据, 22H1 芒果 TV 有 6 档独播综艺进入网络综艺有效播放量 TOP20; 剧集正片和会员内容有效播放同比提升, 但相较综艺, 上半年季风剧场的整体播放反应较为平淡。
- **下半年将排播更多重点内容, 预计业绩表现前低后高。** Q3-Q4 将有更多重磅综艺和剧集集中播出, 8 月 19 日将上线《披荆斩棘 2》, 9 月计划上线《乘风破浪 3》两档衍生节目《乐队的海边》和《星星的约定》, 《披荆斩棘》相关衍生综艺也计划在 Q4 播出。季风剧场后续排播包括《消失的孩子》《非凡医者》等。我们预计公司广告收入将在 Q3-Q4 确认较多, 会员付费也将受到优质内容上线的推动, 整体业绩将呈现前低后高的趋势, 预期 Q3 单季业绩情况最好、确定性较高。

估值

- 考虑到宏观环境对广告招商以及会员消费的影响, 我们下调公司 2022/23/24 年归母净利润至 22.88/26.41/32.69 亿元, 同比增长 8.2%/15.4%/23.8%。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 会员增长不及预期; 广告投放低于预期; 监管超预期; 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	14,006	15,356	16,107	18,405	20,799
变动(%)	12.04	9.64	4.89	14.27	13.00
归母净利润(人民币 百万)	1,982	2,114	2,288	2,641	3,269
变动(%)	71.42	6.66	8.25	15.41	23.78
每股收益(人民币)	1.11	1.17	1.22	1.41	1.75
前次预测每股收益(人民币)	1.11	1.17	1.29	1.57	1.91
调整幅度(%)	-	-	(5.17)	(10.08)	(8.50)
市盈率(倍)	26.51	25.22	24.12	20.90	16.89

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

芒果TV广告收入承压，Q2业绩环比改善明显。公司22H1营业收入67.14亿元，同比下降14.5%；归母净利润11.91亿元，同比下降18.0%；扣非后归母净利润10.95亿元，同比下降23.9%。Q2营业收入35.9亿元，同比下降6.6%，环比增长14.9%；归母净利润6.83亿元，同比上升0.8%，环比增长34.6%。

分业务看，芒果TV互联网视频业务22H1收入52.27亿元，同比下降11.36%，占收入比例77.9%。其中，广告收入21.63亿元，同比下降31.2%，下滑主要因为：1) 去年同期广告收入基数较高，《乘风破浪的姐姐2》《密室大逃脱3》《妻子浪漫的旅行5》等重点综艺均在2021上半年播出，排播与22H1错位；2) 受宏观经济和疫情影响，广告行业整体需求有所下滑。会员收入18.58亿元，同比增长6.5%。运营商业收入12.06亿元，同比增长19.3%，保持稳健增长。芒果TV互联网视频业务Q2单季收入27.59亿元，环比增长11.8%。

22H1新媒体互动娱乐内容制作收入4.90亿元，同比下滑50.3%；公司正在积极推进旗下子公司艺人经纪业务和音乐版权业务的全面整合。内容电商收入9.45亿元，同比增长1.4%。

公司22H1毛利率36.3%，同比下降1.4ppts；销售/管理/研发费用率分别为14.5%/3.8%/1.5%，同比均基本持平。

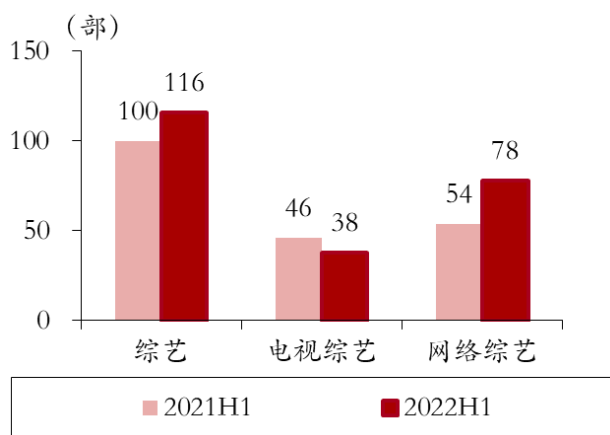
图表 1. 公司财务数据对比

(人民币 百万)	1H21	2H21	2021	1H22	同比变化 (%)
营业收入	7853	7503	15356	6714	(14.50)
互联网视频业务收入	4887	4255	9141	4021	(17.71)
运营商业收入	1011	1109	2120	1206	19.29
内容制作业务收入	985	893	1877	490	(50.29)
内容电商业务收入	931	1226	2157	945	1.43
其他收入	39	21	60	53	34.24
毛利润	2965	2485	5450	2438	(17.77)
毛利率(%)	37.76	33.12	35.49	36.32	(1.44)
销售费用率(%)	14.32	17.92	16.08	14.51	0.19
管理费用率(%)	3.96	5.13	4.53	3.76	(0.20)
研发费用率(%)	1.56	2.00	1.77	1.51	(0.05)
归属于上市公司股东的净利润	1451	663	2114	1191	(17.95)

资料来源：公司公告，中银证券

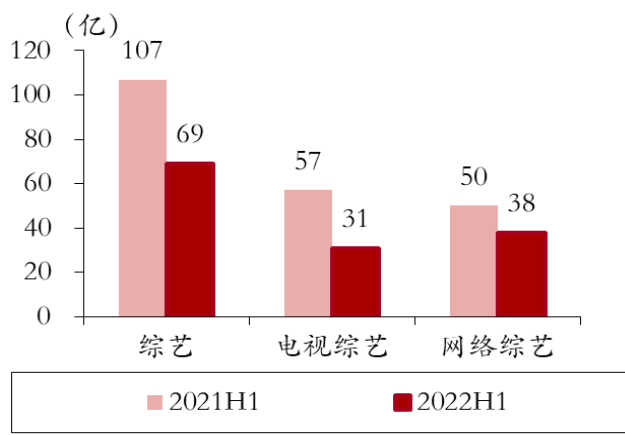
芒果自制综艺保持出色表现，季风剧场剧集较为平淡。根据云合数据，22H1全网季播综艺的新上数量同比增加16部，其中网络综艺增加24部，电视综艺减少8部。但由于《青春有你》《创造营》等大热偶像选秀类节目停摆，22H1全网上新季播综艺的总体有效播放量同比下滑36%，其中网络综艺同比下滑25%，电视综艺同比下滑46%。各平台为了更好拉动会员收入，均提高了独播内容占比：芒果TV自制综艺能力最强，独播比例稳定在90%以上，其他三大平台独播比例在52%-60%，同比提升8-19个百分点。

图表 4. 2022H1 全网季播综艺上新数量同比增加



资料来源：云合数据，中银证券

图表 5. 2022H1 全网季播上新综艺有效播放同比下降



资料来源：云合数据，中银证券

芒果TV上半年上线 36 档综艺节目，其中双平台自制或定制节目 33 档。根据云合数据，芒果TV的自制综艺播放表现出色，上半年有 6 档独播节目进入网络综艺有效播放量 TOP20，包括综 N 代《大侦探第七季》《乘风破浪第三季》《朋友请听好第二季》《初入职场·法医季》，创新节目《声生不息》以及衍生综艺《我们的滚烫人生》。爱奇艺/腾讯视频/优酷视频分别有 5/6/1 档独播综艺进入 TOP20。

《乘风破浪第三季》5 月 20 日上线，因此对芒果超媒 22H1 业绩贡献较小，主要收入增量预计体现在 Q3。根据我们对芒果TV网站播放量的统计，《乘风破浪第三季》总体播放表现明显超越第一和第二季：同样完整的播放周期内（第 1 期上线至最后 1 期上线后一周），第三季前台播放量 59.9 亿，第二季和第一季前台播放量分别为 46.3/40.6 亿。

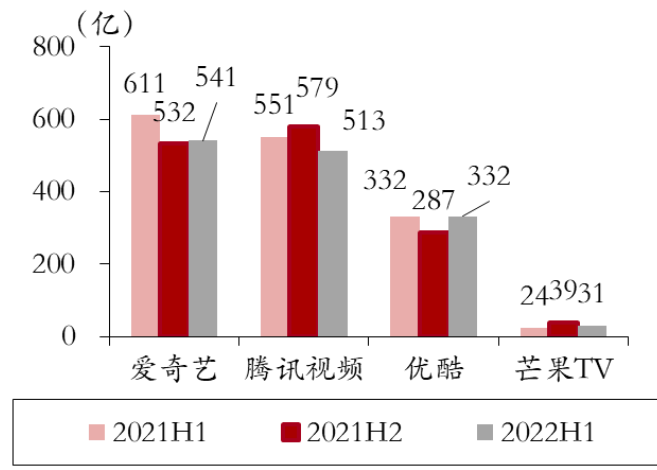
图表 4. 2022H1 全网网络综艺有效播放 TOP20 榜单

排名	名称	正片有效播放	网综市占率	上线日期	播放平台
1	哈哈哈哈哈第 2 季	5.34 亿	7.92%	2021/11/20	爱奇艺、腾讯视频
2	大侦探第七季	4.66 亿	6.91%	2022/1/28	芒果TV
3	新游记	3.71 亿	5.51%	2022/4/16	腾讯视频
4	乘风破浪第三季	3.54 亿	5.26%	2022/5/20	芒果TV
5	半熟恋人	3.07 亿	4.55%	2021/12/28	腾讯视频
6	喜欢你我也是 3	2.35 亿	3.49%	2022/4/6	爱奇艺
7	一年一度喜剧大赛	2.03 亿	3.02%	2021/10/15	爱奇艺
8	一往无前的蓝	1.83 亿	2.72%	2022/2/19	腾讯视频
9	萌探探案第 2 季	1.61 亿	2.38%	2022/5/27	爱奇艺
10	麻花特开心	1.37 亿	2.03%	2022/1/9	优酷
11	声生不息	1.25 亿	1.85%	2022/4/24	芒果TV
12	朋友请听好第二季	1.16 亿	1.72%	2022/1/25	芒果TV
13	初入职场·法医季	1.14 亿	1.70%	2022/3/19	芒果TV
14	一起露营吧	1.09 亿	1.62%	2022/4/28	爱奇艺
15	我的小尾巴第 2 季	1.05 亿	1.56%	2021/11/26	爱奇艺
16	开始推理吧	1.00 亿	1.49%	2022/6/3	优酷
17	哈哈哈哈哈	9150 万	1.36%	2020/11/13	爱奇艺、腾讯视频
18	我们的滚烫人生	9066 万	1.35%	2021/12/17	芒果TV
19	令人心动的 offer3	7867 万	1.17%	2021/11/9	腾讯视频
20	灿烂的前行	7412 万	1.10%	2022/4/29	腾讯视频

资料来源：云合数据，中银证券

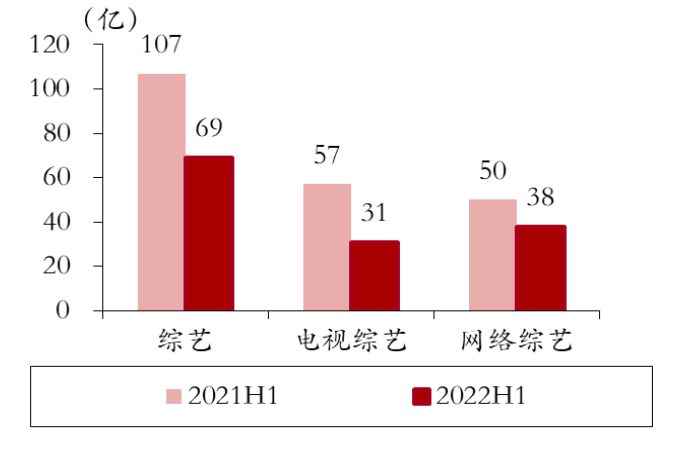
影视剧方面，上半年芒果TV上线各类影视剧78部，其中重点影视剧18部，“大芒计划”微短剧48部。根据云合数据，芒果TV上半年的剧集正片有效播放和会员内容有效播放均同比提升，但相比去年下半年有所下降。2021年Q3和Q4相继推出了《我在他乡挺好的》《第十二秒》《沉睡花园》等口碑和播放量较好的作品，今年以来季风剧场推出的剧集包括《江照黎明》《陪你一起好好吃饭》《没有工作的一年》《妻子的选择》《张卫国的夏天》《被遗忘的时光》，其中《江照黎明》聚焦女性现实主义题材，口碑较好，但相较综艺，上半年芒果TV季风剧场的整体播放反应较为平淡。

图表 4. 2022H1 全网剧集各平台正片有效播放



资料来源：云合数据，中银证券

图表 5. 2022H1 全网剧集各平台会员内容有效播放



资料来源：云合数据，中银证券

下半年将排播更多重点内容，预计业绩表现前低后高。2021下半年娱乐内容监管加强，叠加上半年疫情反复，影响内容生产进度和排播，芒果TV重点综艺如《声生不息》《乘风破浪第三季》《密室大逃脱》《花儿与少年露营季》（湖南卫视制作）等从Q2中后期才开始陆续上线。Q3-Q4将有更多创新综艺、综N代以及衍生节目集中播出：8月19日将上线《披荆斩棘第二季》，8月计划上线《中餐厅第六季》（湖南卫视播出），9月计划上线《乘风破浪第三季》两档衍生节目《乐队的海边》和《星星的约定》（湖南卫视播出），10月计划上线《妻子的浪漫旅行第六季》《再见爱人第二季》，《披荆斩棘》相关衍生综艺也计划在Q4播出。《声生不息宝岛季》目前计划在明年初上线。剧集方面，季风剧场后续的排播包括《消失的孩子》（悬疑犯罪），《非凡医者》（职业、现实主义），《火星孤儿》（科幻），《大宋少年志2》（古装）等。

紧跟技术和内容发展趋势，尝试布局元宇宙领域。为更好挖掘IP和媒体平台价值，芒果超媒布局了内容电商业务，主要围绕小芒电商进行。小芒正在不断加深与芒果TV内容生态圈的协同发展，包括举办“小芒年货节”“云裳晓芒”等多场主题晚会，推出重点综艺IP联名产品，艺人资源带货等。上半年小芒电商完成了增资扩股，后续将引入外部资本。

除此之外，着眼于更长远的技术和内容形式发展，公司还提出了“元宇宙计划”：芒果TV将从“互动、虚拟、云渲染”三个维度构建芒果元宇宙基础架构，已有成果包括虚拟主持人、AR合拍系统、互动视频平台、IMGO超高清视频修复和增强平台等。湖南广电旗下的芒果幻视已经推出了VR泛娱乐内容社交平台“芒果幻城”，近期在PICO、爱奇艺奇遇、NOLO等各大VR平台首发上线。湖南卫视与芒果TV双平台融合持续推进，预期未来在元宇宙产品上也将实现内容资源互通。

我们预计，公司广告收入将在Q3-Q4确认较多，会员数量也将受到优质内容上线的推动。芒果TV宣布8月9日起再次调整各档会员价格（提价幅度在6%-17%，1月2日提价幅度在5%-8%），但我们预计为拉动会员增长，2022年ARPPU不会有激进的提升。全年业绩将呈现前低后高的趋势，预期Q3单季业绩情况最好、确定性较高。考虑到整体宏观环境对广告招商以及会员消费的影响，我们下调公司2022/23/24年营业收入至161.07/184.05/207.99亿元，同比增长4.9%/14.3%/13.0%；归母净利润22.88/26.41/32.69亿元，同比增长8.2%/15.4%/23.8%。芒果超媒在自制体系、招商实力、监管把握等方面仍具备较强竞争优势，维持“买入”评级。

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,006	15,356	16,107	18,405	20,799
营业成本	(9,230)	(9,905)	(10,519)	(11,891)	(13,286)
毛利润	4,775	5,450	5,588	6,514	7,513
营业税金及附加	(22)	(27)	(64)	(74)	(83)
销售费用	(2,164)	(2,469)	(2,416)	(2,853)	(3,120)
管理费用	(629)	(696)	(644)	(773)	(832)
研发费用	(184)	(272)	(258)	(276)	(312)
财务费用	87	101	60	50	52
其他损益	145	48	(10)	40	40
营业利润	2,006	2,136	2,256	2,629	3,257
营业外净收支	(20)	(21)	35	15	15
利润总额	1,987	2,114	2,291	2,644	3,272
所得税费用	(7)	(0)	(0)	(0)	(0)
净利润	1,979	2,114	2,291	2,644	3,272
少数股东权益	3	(0)	(2)	(3)	(3)
归属于母公司净利润	1,982	2,114	2,288	2,641	3,269
普通股数(百万)	1,780	1,871	1,871	1,871	1,871
EPS	1.11	1.17	1.22	1.41	1.75

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	5,336	6,974	5,056	4,402	4,685
存货	1,660	1,690	1,794	2,028	2,266
应收款项	3,028	3,787	4,003	4,574	5,169
其他流动资产	2,900	6,449	6,631	7,067	7,515
流动资产总计	12,925	18,901	17,484	18,071	19,635
固定资产	187	184	183	188	199
无形资产	5,894	6,444	10,206	12,710	14,799
其他非流动资产	260	582	672	772	874
非流动资产总计	6,341	7,210	11,061	13,670	15,872
总资产	19,266	26,111	28,545	31,742	35,507
应付账款	5,929	5,882	6,247	7,062	7,890
短期借款	40	83	133	183	233
其他流动负债	2,618	2,919	2,919	2,919	2,919
流动负债总计	8,587	8,885	9,299	10,164	11,042
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动性负债	57	229	229	229	229
非流动负债总计	57	229	229	229	229
总负债	8,644	9,114	9,528	10,393	11,271
股东权益	10,621	16,997	19,017	21,349	24,236
少数股东权益	33	31	26	20	14
权益总额	10,621	16,997	19,017	21,349	24,236
总负债及权益	19,266	26,111	28,545	31,742	35,507

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净损益	1,979	2,114	2,291	2,644	3,272
折旧与摊销	4,410	4,838	5,284	8,341	10,378
运营资本变动	(370)	(975)	(138)	(426)	(452)
其他经营现金流	(5,439)	(5,416)	(9,000)	(10,800)	(12,420)
经营活动产生的现金流	581	562	(1,564)	(241)	779
资本开支	(26)	(42)	(45)	(51)	(58)
其他投资现金流	220	(3,150)	(361)	(412)	(487)
投资活动产生的现金流	194	(3,193)	(405)	(463)	(545)
债务融资	(320)	43	50	50	50
股权融资	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(181)	4,184	0	0	0
融资活动产生的现金流	(502)	4,227	50	50	50
现金变动	273	1,596	(1,919)	(654)	284
期初现金及等价物	5,064	5,336	6,974	5,056	4,402
期末现金及等价物	5,336	6,974	5,056	4,402	4,685

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长率	12.04	9.64	4.89	14.27	13.00
营业利润增长率	70.36	6.46	5.61	16.53	23.92
归母净利润增长率	71.42	6.66	8.25	15.41	23.78
获利能力					
毛利率	34.10	35.49	34.69	35.39	36.12
归母净利率	14.15	13.77	14.21	14.35	15.72
ROE	18.66	12.44	12.03	12.37	13.49
偿债能力					
资产负债率	44.87	34.90	33.38	32.74	31.74
净负债比率	81.39	53.62	50.10	48.68	46.51
流动比率	150.51	212.74	188.02	177.80	177.82
速动比率	116.74	140.15	116.71	108.27	109.77
营运能力					
总资产周转率	72.70	58.81	56.43	57.98	58.58
应收账款周转率	462.55	405.44	402.37	402.37	402.37
应付账款周转率	(155.67)	(168.39)	(168.39)	(168.39)	(168.39)
每股指标(元)					
每股收益	1.11	1.17	1.22	1.41	1.75
每股销售收入	7.87	8.21	8.61	9.84	11.12
估值比率					
P/E	26.51	25.22	24.12	20.90	16.89
P/S	3.75	3.60	3.43	3.00	2.65

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371