

宋城演艺 (300144.SZ)

花房减值拖累利润表现，项目扩容升级助主业未来成长

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：**曾光**
证券分析师：**钟潇**
证券分析师：**张鲁**
联系人：**杨玉莹**

0755-82150809
0755-82132098
010-88005377
0755-81982942

◆ 社会服务 · 旅游及景区

zengguang@guosen.com.cn
zhongxiao@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn
yangyuying@guosen.com.cn

◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980513100003
执证编码：S0980521120002

事项：

公司发布 2023 年业绩预告及计提长期股权投资减值准备公告。2023 年公司预计实现收入 18.5-20.5 亿元，因对花房拟计提 8.6-9.0 亿元的减值，预计全年归母净利润亏损 0.97-1.82 亿元，扣非亏 0.85-1.70 亿元。

国信社服观点：1) **花房问题：**本次减值后花房集团估值已接近净资产，短期相关减值风险预计相对可控，建议密切跟踪关注后续花房复牌及财报保留事项摘除进展，不排除有望在后续正式披露年报时得以逐步解决。2) **旅游演艺主业：**收入预计达到股权激励首批解锁条件，Q4 利润恢复相对平稳。2023 年宋城收入较 2019 年恢复超 8 成，预计达到第一轮股权激励解锁收入目标值（18.5 亿元）；全年归母净利润恢复超 7 成。其中 Q4 预计收入恢复至 2019 年同期的 57-107%；估算实现归母净利润-0.7~0.8 亿元（2019Q4 为 0.70 亿元），相对平稳，预计主要系四季度淡季、部分项目整改优化带来费用或营业外支出增加、新项目爬坡期拖累等综合影响。3) **2024 年展望：**元旦开局良好，相比 2023 年上半年陆续恢复营业相对低基数，其 2024 年全年演艺主业增长可期，存量扩容升级和新项目逐步贡献盈利下，预计全年旅游演艺主业利润有望增长 35-50%，佛山项目 2024 年正月初一开业等有望助力新成长。4) **盈利预测：**结合业绩预告，下调 EPS2023-2025 年至-0.05/0.46/0.57 元（此前为 0.33/0.52/0.68 元，主要系花房减值及后续假设拖累等影响，并综合消费渐进复苏情况）。虽然花房减值带来短期扰动，但预计也将短期相关风险有效释放。公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等验证公司升级改造项目能力优良，佛山项目开业在即，近几年存量项目恢复成长和新项目培育逐步成熟有望持续贡献增量，且激励强化下未来经营优化、轻资产等扩张等仍有成长空间，维持“买入”评级。5) **风险提示：**宏观系统性风险，花房复牌和财报保留事项摘除进展不及预期、竞争加剧，股东减持风险等。

评论：

◆ 2023 年业绩总体情况：花房减值导致全年业绩亏损，演艺主业贡献净利润 7.5-9.0 亿元

2023 年，公司预计归母业绩亏损 0.97-1.82 亿元，扣非业绩亏损 0.85-1.70 亿元，核心主要系长期股权投资项目花房减值 8.6-9.0 亿拖累。2023 年演艺主业贡献盈利 7.5-9.0 亿，较 2019 年逐步复苏。

◆ 花房问题：本次减值后花房集团估值已接近净资产，关注后续复牌及财报保留事项摘除进展

花房背景追溯：2015 年宋城演艺收购六间房，2019 年与花椒重组构成花房并出表，主营花椒、六间房直播业务，2022 年赴港上市。目前宋城演艺持股花房集团 35.35% 股权，为其第二大股东，按权益法计入报表，2022 年底花房对应长期股权投资 17.57 亿元。2023 年 3 月花房集团参股 25% 的公司被警方调查并冻结花房集团相关账户资金，此后花房集团在港股停牌，同时也导致 2022 年宋城年报带保留事项。

表1: 宋城演艺收购六间房以来重点财务指标变化

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
宋城持股花房比例	100%	100%	100%	76.96%	39.53%	37.06%	37.06%	35.35%
花房重要指标 (亿元)								
花房收入	7.27	10.90	12.40	12.34	3.83	37.77	45.40	50.98
花房净利润	1.62	2.35	2.89	4.11	1.04	-0.11	3.21	3.75
花房对宋城的财务影响 (亿元)								
长期股权投资					34.26	14.93	16.44	17.57
投资收益					0.68	-0.06	1.19	1.39
计提减值					-	18.61	-	-
商誉	23.70	23.70	23.70	23.70	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 宋城演艺收购重组花房历程

年份	事件	财务影响
2015	以 26 亿元 (自筹+增发) 收购六间房 100% 股权, 布局互联网演艺。签署业绩对赌, 2015-2018 年度净利润分别为 1.51 亿元、2.11 亿元、2.75 亿元和 3.57 亿元	8 月并表 100% 股权, 形成 23 亿商誉
2018	六间房和北京密境和风 (主业为花椒直播) 第一步重组完成, 密境和风原股东以其持有的密境和 12 月持有六间房股权比例从 100% 变更为 19.96% 股权完成对六间房的增资; 六间房的整体估值为 34 亿元, 密境和风的整体估值为 5176.96% 亿元	
2019	4 月底, 密境和风原股东以其持有的密境和风 80.04% 股权对六间房进行增资, 六间房持有密境和风 100% 股权; 5 月, 公司出售六间房 0.47% 股权; 重组完成后更名花房。	5 月花房出表, 公司持有 39.53% 股权, 形成 34 亿元长期股权投资
2020	年底重估花房集团可回收金额为 15.78 亿元	计提减值 18.6 亿元; 公司持有花房股权 39.53% 稀释至 37.06%
2022	12 月, 花房 (03611.HK) 港交所上市	投资比例由 37.06% 下降为 35.35%
2023	3 月, 花房集团参股 25% 的公司被警方调查, 冻结花房集团相关账户资金 1.36 亿元。 4 月, 花房集团未能正常发布 2022 年年报, 在联交所停牌至今 (2024 年 1 月 22 日)。 8 月, 花房集团所有冻结账户均已解冻且可用于日常业务运营, 花房集团已向警方提交待结案扣押款约 1.55 亿元, 正按联交所复牌指引的要求推进相关工作。 根据复牌指引, 花房集团复牌需满足下述条件: 1) 8 月 27 日起, 聘任中审众环 (香港) 会计师事务所审核资料, 预计将于 2024 年 1 月 31 日前完成发布经审计的 2022 年财务业绩和 2023 年上半年业绩报告。 2) 独立调查及内部控制报告: 预计于 2024 年 1 月 15 日前基本完成。 3) 已确认遵守上市规则第 13.24 条等	由于无法判断花房影响, 2022 年宋城年报形成审计保留意见 宋城将按企业会计准则的相关规定对花房集团长期股权投资计提 8.6-9 亿元减值 未来公司将更加坚定专注演艺主业, 将按自身发展战略对花房集团长期股权投资制定后续进一步的规划。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

目前来看, 市场上对花房问题主要关注: 计提减值情况、花房复牌节奏、宋城年报保留意见消除节奏。

- 减值方面:** 2023 年公司已对花房集团长期股权投资计提 8.6-9.0 亿元减值, 减值后花房集团估值接近净资产, 预计未来两年减值风险相对可控。结合直播行业变化和花房自身经营压力, 公司对花房集团长期股权投资拟计提减值准备 8.6-9.0 亿元, 据此我们估算公司对花房剩余长期股权投资在 8.5-9.1 亿元左右。结合公司 1 月 30 日公开交流日志, 本次减值后, 花房集团的估值接近净资产, 短期减值风险预计已有效释放。
- 花房集团港股复牌节奏:** 复牌相关资料已提交联交所, 正在沟通反馈中, 不排除 2024Q1 内复牌。花房集团于 2023 年 6 月 19 日收到联交所复牌指引, 随后委任了审计师、独立调查顾问、内部控制审查顾问等中介机构, 目前正按照联交所复牌指引积极推进复牌工作。花房集团已编制独立调查报告、内部控制审查报告、2022 年业绩报告和 2023 年中期业绩报告, 相关资料已提交联交所, 正在沟通反馈中。根据此前花房公告, 公司预计于 2024 年 1 月 31 日前完成经审计财务报告, 后续花房有望复牌。
- 保留事项摘除进展:** 公司积极督促花房配合结案, 争取尽早消除保留意见。截止目前, 花房集团已上缴 1.55 亿元人民币的待结案扣押款, 所有被冻结的账户已解冻, 并可用于正常的商业运作, 花房集团的娱乐直播和音视频社交业务正常运营中。相关案件已移交检察院, 公司将持续督促花房集团积极跟进配合结案, 加强与花房集团审计师和公司审计师的沟通, 以及采取其他一切可能之措施争取尽早消除保

留意见。

综合来看，本次减值后，花房集团的估值接近净资产，短期相关减值风险预计已有效释放。未来我们一是关注花房复牌节奏及公司年报保留事项的摘除进展；二是结合公司表示将按自身对花房集团长期股权投资制定后续进一步的规划，期待未来彻底解决花房问题。

◆ 旅游演艺主业：2023 年收入较 2019 年恢复超 8 成，归母净利润恢复超 7 成，Q4 业绩表现相对平稳

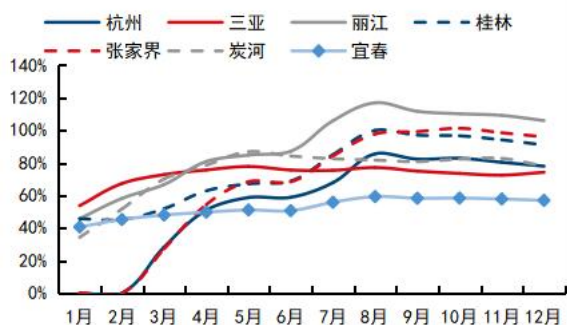
演艺主业方面，结合公司业绩预告，2023 年，公司预计收入 18.5-20.5 亿元，较 2019 年可比恢复约 83%-92%；演艺主业归母净利润 7.5-9.0 亿元，较 2019 年演艺主业恢复 72-86%。

四季度净利润恢复相对平稳，预计与淡季、存量项目改造、新项目爬坡期等综合相关。公司 Q4 演艺主业收入 2.32-4.32 亿元，恢复至 2019 年同期的 57-107%，中值恢复 82%；估算实现归母净利润 0.7~0.8 亿元（2019Q4 为 0.70 亿元），相对平稳，较 2023 年前三季度略有放缓（前三季度上市公司整体实现归母业绩 7.87 亿元，剔除花房亏损拖累估算业绩 8.2 亿左右，恢复超 8 成）。我们预计主要由于：1、四季度系旅游淡季，历史来看利润贡献相对不高；2、公司积极进行存量项目整改优化，预计也带来费用或营业外支出等影响；3、西安、上海、张家界等新项目淡季爬坡期也不排除有一定费用拖累影响。

需要说明的是，2023 年公司预期收入预计达到股权激励要求的目标值 18.5 亿元，预计第一轮激励有望顺利解锁。

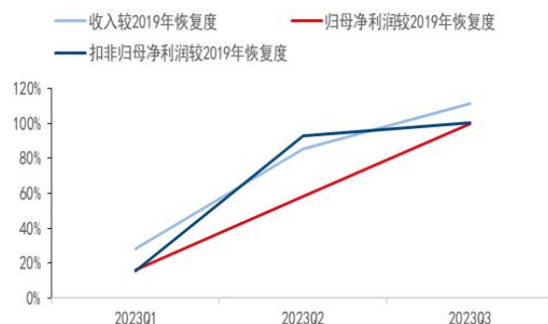
回顾 2023 年公司复苏表现：核心演艺项目 Q1 末陆续复园，Q2Q3 提速回暖，Q4 淡季放缓。宋城自 2023 年 3 月 8 日核心项目开园后，Q2 渐进恢复，Q3 叠加新项目贡献，演出场次已恢复至 19 年同期。其中节假日表现更为亮眼，五一/中秋国庆/元旦全国演出场次分别恢复至 2019 年同期的 160%/125%/151%，受暑期分流及出行趋于常态化发展影响，四季度恢复相对放缓。

图1：宋城演艺较 2019 年平均月场次恢复度



资料来源：公司官方公众号、公司官网，国信证券经济研究所整理

图2：宋城演艺单季度收入、归母、扣非净利润恢复度



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2024 年展望：元旦开局良好，上半年相对低基数，存量扩容升级和新项目逐步贡献有望助力成长

2024 元旦假期开局良好。元旦三天，宋城演艺演出场次各为 17/22/17 场，总场次 56 场，较 2019 年增长约 51%，客流也较 2019 年同期较快增长，主要系存量项目恢复和新项目等推动。

后续展望：上半年相对低基数，股权激励和项目扩张升级等助力中线成长。

1) 相比 2023 年，2024 年公司各项目恢复全年正常经营，全面迎复苏成长。2023 年宋城演艺核心项目在 3 月后才陆续恢复营业，此后逐步爬坡恢复，2023 年上半年演艺扣非业绩较 2019 年仅恢复 56%，且上海、西安、张家界等新项目均处于爬坡期。但经过了 2023 年下半年逐步恢复正常营业和营销投放，宋城演艺主要项目已经逐步重回正常经营，今年上半年基数压力相对较小。全年来看，考虑核心项目全年运营和新项目有望逐步贡献盈利，我们预计演艺主业 2024 年有望增长 40-50%+。

2) **存量项目扩容升级，持续整改提升，成熟项目较 2019 年有效增加。**公司自营项目有望从 2019 年的“3（成熟）+2（培育）”项目增至 2024 年“5（成熟）+4（培育）”，且存量项目承载量翻倍，有望持续扩容后续成长。并且，结合 2023 年经营情况，公司利用四季度淡季对部分项目进一步整改提升。如上海宋城三楼和四楼的整改提升预计将于 2024 年 3 月底完成，进一步丰富体验和內容。同时，目前西安千古情工作日基础场次已达 4-5 场，周末达到 5 场，未来有望逐步成为公司新的利润增长点。

3) **2024 年正月初一，公司自营广东千古情（佛山项目）预计正式开业，有望持续助力后续成长。**广东千古情项目已建成二十多个剧院和表演场所，其中包含一个标准大剧场、一个户外万人实景剧场，以及穿越街、市井街、波西米亚街、风情街、武术街等大量开放式的演艺空间，非常有格调，打破了公园和演艺的界限，是公司产品的最新版。主秀包括《广东千古情》、《幻影空间》、《虚拟空间》等科技互动类项目，体现海洋文化的《南海一号》、体现红色文化的《广州起义》等沉浸式演出，亲子秀《WA! 恐龙》，5D 实景剧《大地震》等针对各年龄段游客的节目应有尽有。后续即将推出的万人实景演出《Oh! 珠江》。室内主秀《广东千古情》和室外《Oh! 珠江》联合有望带来新看点。

4) **2023 年股权激励落地，有望持续调动管理层积极性；且创始人 2023 年 8 月底承诺未来半年内不减持，也有望提振市场信心。**

图3：宋城演艺股权激励要点

股权激励对象	公司高管和核心骨干不超过 365 人，包括总裁商总、黄鸿鸣（董事）、张建坤（执行总裁）、赵雪莹、陈胜敏等 5 位高管以及中层管理及其他核心人员。
股权激励总股数	不超过 1270 万股，占公司目前总股本的 0.49%。（首次授予 1130 万股，占比 0.43%，预留 140 万股，占比 0.05%。）
股权激励价格	6.36 元/股
激励有效期	60 个月
考核基数	2022 年营收
考核目标	2023 年、2023-2024 年、2023-2025 年营业收入增长率
触发值	相应各区间累计收入增长率
解锁条件	按收入完成比例解锁
解锁节奏	若 2023 年三季报前完成授予，则按首次授予起 12 个月后 24/36/48 个月解锁 40%/40%/20%；若 2023 年三季报后完成授予，则按首次授予起 12 个月后 24/36 个月各解锁 50%、50%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司 2023 年股权激励方案业绩解锁条件

股权激励业绩考核目标	2023	2024	2025
收入目标值（亿元）	18.5	23.9	31.2
目标值（100%解锁）同比YOY	304%	29%	31%
收入触发值（亿元）	14.8	19.1	25.0
营收触发值（达到可开始解锁）同比YOY	223%	640%	1185%
触发值较2019年演艺主业恢复	66%	86%	112%
目标值较2019年演艺主业恢复	83%	107%	140%
实际收入值介于触发值与目标值之间，则按实际值/目标值的比例解锁			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

整体来看，区别于强 IP 属性的演唱会、音乐节以及名山大川景区，旅游演艺产品由于知名度的差异，对其营销运营和产品与时俱进等方面要求较高，并非直接受益补偿需求，更看消费渐进复苏中定价管理、产品适配、营销运营等，此外还看区域旅游景气等因素。

宋城演艺去年复园后通过产品迭代、调整营销与运营，在部分项目团队游仍有拖累的情况下，积极抖音、小红书等引流，并针对年轻人偏好不断丰富园区产品和策划各种活动，从而成功转化散客流量，助推核心景区场次恢复至疫情前，同时升级优化后的西安、上海项目重新开业后口碑良好，验证公司“改项目”。总体来看，公司系强运营和营销的旅游目的地一站式运营公司龙头，围绕“主题公园+旅游演艺”结合市场变化持续更新迭代，2024 年全年正常化运营下其项目盈利表现值得期待。

◆ 投资建议：花房减值拖累 2023 年表现，2024 年成熟项目+培育期项目全面发力助成长，维持“买入”

根据最新业绩预告和减值公告，下调 2023-2025 年公司归母净利润至-1.38/11.90/15.01 亿元（此前为 8.69/13.61/17.66 亿元），下调 2023-2025 年 EPS 至-0.05/0.46/0.57 元（此前为 0.33/0.52/0.68 元，主要系花房减值及后续假设拖累等影响，并综合目前消费渐进复苏情况），对应 24-25 年 PE 估值 20/16x，今年估值处于历史偏低水平。虽然花房减值带来短期扰动，但预计也将短期相关风险有效释放。公司过去三年运营项目增加，承载扩容，且西安/上海等验证公司升级改造项目能力优良，佛山项目开业在即，近几年存量项目恢复成长和新项目培育逐步成熟有望持续贡献增量，且激励强化下未来经营优化、轻资产等扩张等仍有成长空间，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

宏观、疫情等系统性风险，股东减持风险，行业竞争加剧，花房复牌和财报保留事项解决节奏低于预期。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
300144.SZ	宋城演艺	9	233	0.00	-0.05	0.46	0.57	2403	-169	20	16	买入
603099.SH	长白山	26	68	-0.22	0.58	0.67	0.75	-117	44	38	34	增持
600054.SH	黄山旅游	11	80	-0.18	0.54	0.60	0.66	-61	20	18	16	增持
000888.SZ	峨眉山A	9	48	-0.28	0.58	0.63	0.74	-33	16	14	12	买入
002159.SZ	三特索道	14	24	-0.43	0.64	0.85	0.97	-32	21	16	14	买入
603136.SH	天目湖	18	33	0.11	0.79	1.12	1.38	159	22	16	13	买入
603199.SH	九华旅游	31	34	-0.12	1.56	1.78	1.97	-259	20	17	16	无评级
002033.SZ	丽江股份	9	48	0.01	0.39	0.45	0.48	1293	29	19	18	增持

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理预测 注: 九华旅游盈利预测来自wind一致预期。

相关研究报告:

- 《宋城演艺(300144.SZ)-第三季度演艺恢复超2019年同期,未来增长仍有期待》——2023-10-26
- 《宋城演艺(300144.SZ)-二季度演艺主业复苏提速,暑期客流和收入已超疫前》——2023-08-27
- 《宋城演艺(300144.SZ)-上海项目升级优化重开业,演艺龙头成长进行时》——2023-07-03
- 《宋城演艺(300144.SZ)-一季度扭亏为盈,存量扩容与项目升级助全面复苏成长》——2023-05-02
- 《宋城演艺(300144.SZ)-复苏在望,更轻更强,演艺龙头开启全新成长》——2023-03-06

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1859	2327	2585	3711	4889	营业收入	1185	458	1950	2684	3199
应收款项	12	13	53	68	81	营业成本	580	228	570	769	913
存货净额	13	11	12	29	37	营业税金及附加	22	28	37	48	58
其他流动资产	121	36	195	268	320	销售费用	66	22	131	136	160
流动资产合计	2008	2613	3071	4302	5553	管理费用	256	392	191	228	254
固定资产	3102	2844	1794	1820	1728	研发费用	41	19	37	48	58
无形资产及其他	1713	1006	966	926	887	财务费用	(1)	(27)	(42)	(74)	(98)
投资性房地产	1327	1200	1200	1200	1200	投资收益	182	187	(80)	(60)	0
长期股权投资	1678	1757	2257	2252	2246	资产减值及公允价值变动	(2)	(2)	(890)	10	8
资产总计	9827	9420	9288	10501	11615	其他收入	(69)	(8)	(37)	(48)	(58)
短期借款及交易性金融负债	37	297	0	300	200	营业利润	372	(8)	56	1478	1863
应付款项	482	327	457	702	882	营业外净收支	(29)	(6)	(67)	(20)	(20)
其他流动负债	229	227	226	103	125	利润总额	344	(14)	(11)	1458	1843
流动负债合计	748	851	683	1105	1207	所得税费用	41	3	106	245	313
长期借款及应付债券	270	0	0	0	0	少数股东损益	(13)	(27)	21	23	29
其他长期负债	853	737	892	841	790	归属于母公司净利润	315	10	(138)	1190	1501
长期负债合计	1123	737	892	841	790	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1871	1588	1575	1946	1998	净利润	315	10	(138)	1190	1501
少数股东权益	310	283	301	310	322	资产减值准备	(1900)	(10)	0	0	0
股东权益	7645	7549	7411	8245	9295	折旧摊销	292	292	300	324	340
负债和股东权益总计	9827	9420	9288	10501	11615	公允价值变动损失	2	2	890	(10)	(8)
关键财务与估值指标						财务费用	(1)	(27)	(42)	(74)	(98)
每股收益	0.12	0.00	(0.05)	0.46	0.57	营运资本变动	(2147)	(71)	83	(35)	79
每股红利	0.06	0.06	0.00	0.14	0.17	其它	1894	385	18	9	12
每股净资产	2.92	2.89	2.83	3.15	3.55	经营活动现金流	(1545)	608	1154	1479	1924
ROIC	3.75%	-3.23%	220%	32%	33%	资本开支	0	18	(100)	(301)	(201)
ROE	4.12%	0.13%	-2%	14%	16%	其它投资现金流	333	(223)	0	0	0
毛利率	51%	50%	71%	71%	71%	投资活动现金流	190	(285)	(600)	(295)	(195)
EBIT Margin	19%	-50%	50%	54%	55%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBITDA Margin	43%	13%	66%	66%	66%	负债净变化	(12)	(270)	0	0	0
收入增长	31%	-61%	326%	38%	19%	支付股利、利息	(145)	(144)	0	(357)	(450)
净利润增长率	-118%	-97%	--	-963%	26%	其它融资现金流	2186	973	(297)	300	(100)
资产负债率	22%	20%	20%	21%	20%	融资活动现金流	1876	145	(297)	(57)	(550)
股息率	0.6%	0.6%	0.0%	1.5%	1.9%	现金净变动	521	469	257	1126	1179
P/E	73.8	2406.8	(168.6)	19.5	15.5	货币资金的期初余额	1338	1859	2327	2585	3711
P/B	3.0	3.1	3.1	2.8	2.5	货币资金的期末余额	1859	2327	2585	3711	4889
EV/EBITDA	49.1	406.5	19.3	14.2	12.0	企业自由现金流	0	(50)	10654	1199	1677
						权益自由现金流	0	653	10805	1560	1659

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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