

购买热播剧将进一步强化公司在视频内容领域领先优势，对公司各项业务形成全方位推动

推荐 首次评级

分析师: 许耀文 ✉: xuyaowen@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8589 执业证书编号: S0130208091646

分析师: 孙津 ✉: sunjin@chinastock.com.cn ☎: 010-6656 8846 执业证书编号: S0130110014591

1. 事件

事件 1: 公司 12 月 28 日中午发布公告, 拟使用超募资金 7500 万元购买版权, 500 万元购买服务器。

序号	项目名称	类别	数量	交易金额 (万元)
1	电视剧	独家	31 (部)	6560
2	电影	独家	6 (部)	940
3	服务器、存储设备及负载	普通	100 (台/套)	500
合计				8000

事件 2: 公司 12 月 28 日发布“王的盛宴 价值共享”——2011 开启版权价值新纪元新闻发布会, 宣布公司已预购百余部即将于 2011 年及以后全国热播的影视剧的独家网络版权, 这些影视剧预计占到了 2011 年全国热播影视剧的 70%以上。

- 乐视网已获得的百余部独家剧中, 包括与央视同步播出胡军、郭晓冬主演的《风语》和《延安爱情》; 谍战大戏《风语》和《借枪》; 偶像新剧柴智屏监制的《小菊的春天》和《单身女王》, 以及由杨幂主演的《刁蛮新娘》等优秀作品;
- 2011 年乐视网将与中央电视台、湖南卫视、江苏卫视、浙江卫视、安徽卫视、北京卫视、东方卫视等多个电视台实现同步首轮播出百余部热门大剧, 达到“周周有独播 节节有主打”的播出效果;
- 乐视网还同时与上游制片方北京小马奔腾影视文化发展有限公司、下游版权合作方新浪网签订 2011 年战略合作协议;
- 公司已经与全国各地 100 多家律师事务所签署反盗版代理协议, 继续加大打击盗版力度。

2. 我们的分析与判断

内容为王, 抢占优质视频内容就是抢占视频领域的最高点

我们认为是否拥有优质内容将会越来越成为视频网站能否成功的关键:

- 三网融合时代, 渠道多元化, 内容稀缺化

视频传输的渠道会面临越来越多元化的特点, 受众可以通过互联网和多种终端来收看视频内容, 但是优质内容的稀缺性不会发生变化, 而且随着渠道增加, 优质内容的议价能力会不断增强。

- 打击盗版将进一步提升优质内容的价值

正版化浪潮已经席卷整个中国互联网，而且可以预期未来政府在这方面的监管政策会更加严格。国家版权局副局长阎晓宏在 2010 年中国版权年会中表示，高检和高法将出台一个关于知识产权的司法解释，将解决目前存在的法律问题，彻底改变侵权多处罚少的司法局面。此外，优酷、酷 6 和乐视等网络视频行业领先者的上市也会使得网络视频市场加速走向正版化。

● Netflix 的成功说明优质视频内容是在线视频网站的核心竞争优势

Netflix 是美国最大的视频内容供应商之一，是世界最大的在线影片租赁提供商。公司之前以在线影片租赁为主，2005 年转型为将电影放在自己的网络在线平台，提供给订阅观众付费观看，即由影片租赁商逐步转向为在线视频服务商。

Netflix 的付费视频模式获得空前成功，其为用户提供每月 7.99 美元的包月服务，付费订阅用户达到 500 万人，网站流量甚至占到全美流量的 20%。

Netflix 商业模式的成功带来股价的飞涨，2008 年 Netflix 股价最低为 28 美元，截至 2010 年 12 月 10 日，Netflix 股价已经达到 196.3 美元，涨幅 600%

Netflix 的市值已经达到 101.7 亿美元，2010PE 为 73X，2011 年 PE 为 51X，PEG 为 2.38，市场给予其超过 Google 的相对估值水平。

大规模购买热播剧独家版权的战略对公司业务将是全方位的推动

乐视网目前已拥有 5 万多集电视剧、4000 多部电影网络版权，成为国内拥有影视剧版权最多的视频网站。公司此次大手笔的购买将进一步强化公司在视频内容领域的领先优势，并且对公司各项业务行程全方位的推动。

表 1: 乐视网年度版权采购费用预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E
年度版权采购费用支出	323.94 万元	734.14 万元	4,792.23 万元	10000 万元	15000 万元

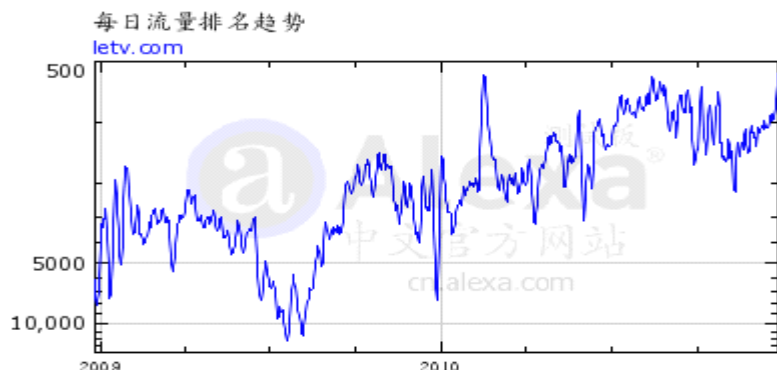
资料来源：中国银河证券研究部

● 网站流量会受益于内容的增加，而用户流量增长会带来广告客户和付费用户的增长

从过去 2 年来看，乐视网的全球网站排名不断攀升。最近三个月平均排名 1050 位，而最近七天已经攀升到 783 位。公司排名攀升得益于两个方面：1. 上市的巨大品牌宣传作用；2. 优质独播剧对互联网用户的吸引。这两个因素在 2011 年将继续起到重要作用，尤其可以预期的是，70% 的热播剧在乐视网独播，必然会带来用户流量高速增长。

- ① 随着用户规模的增长，公司将会吸引更多的优质广告客户，公司近期就已经拿到通用汽车、光大银行和碧生源等众多一线知名品牌广告；
- ② 优质内容的增加也会直接增加公司版权分销的收入规模；
- ③ 优质内容也会吸引更多的付费用户；
- ④ 优质内容会强化公司在 IPTV 和互联网电视产业链中的博弈地位

图 1: 乐视网在全球网站流量排名攀升



资料来源: Alexa、中国银河证券研究部

优酷近期股价相当“给力”

2010年12月27日, 优酷网股价上涨10%至38.22美元, 市值约260亿人民币, 在前三季度公司亏损1.3亿元的情况下股价还能有如此表现, 说明美国资本市场对中国网络视频领域前景非常看好, 这将对乐视网的估值形成支撑。

图 2: 优酷近期股价表现



资料来源: Bloomberg、中国银河证券研究部

3、投资建议

我们继续维持在公司深度研究报告中的盈利预测, 预计公司2010、2011和2012年净利润分别为7015万元、12000万元和19616万元, 同比分别增长58%、71%和64%, 对应三年的EPS分别为0.70元、1.20元和1.96元。

公司近期股价表现优异, 但是我们认为行业巨大的成长潜力还未被市场所充分认识, 公司一系列经营上的利好会逐步扭转资本市场之前对公司的种种质疑, 进一步提振公司估值水平。按照1倍PEG计算, 我们调高公司

合理估值区间至 72 元 - 84 元，继续维持“推荐”投资评级。

附表 1: 乐视网 (300104.SZ) 公司财务预测

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	36.92	73.61	145.73	241.49	415.72	719.19
减: 营业成本	11.82	14.85	49.55	85.01	156.73	283.06
营业税金及附加	1.22	2.99	6.47	10.72	18.45	31.92
营业费用	5.81	18.30	28.92	53.13	91.46	158.22
管理费用	2.92	5.65	8.75	12.07	20.79	35.96
财务费用	0.13	-0.83	0.51	0.12	-5.76	-5.94
资产减值损失	0.10	0.96	4.10	5.00	5.00	5.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	14.92	31.69	47.42	75.44	129.06	210.97
加: 其他非经营损益	-0.24	-0.01	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	14.68	31.68	47.70	75.44	129.06	210.97
减: 所得税	0.00	1.42	3.22	5.28	9.03	14.77
净利润	14.68	30.25	44.48	70.16	120.02	196.20
减: 少数股东损益	-0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.04
归属母公司股东净利润	14.69	30.25	44.47	70.15	120.00	196.16
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	-0.17	34.31	29.83	706.28	734.76	749.62
应收和预付款项	9.22	45.99	31.94	98.41	130.35	270.41
存货	0.44	0.43	1.19	1.59	3.54	5.73
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2.47	12.12	80.50	86.28	90.07	91.86
无形资产和开发支出	50.54	50.47	88.50	110.74	172.98	215.22
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	62.51	143.32	231.96	1003.31	1131.71	1332.84
短期借款	0.00	0.00	40.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2.89	0.65	4.96	4.14	12.52	17.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	2.89	0.65	44.96	4.14	12.52	17.45
股本	50.00	59.52	75.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	23.47	66.75	67.82	782.82	782.82	782.82
留存收益	-13.99	16.26	44.18	114.33	234.33	430.50
归属母公司股东权益	59.48	142.54	187.01	997.16	1117.16	1313.32

少数股东权益	0.13	0.13	0.00	0.01	0.04	0.07
股东权益合计	59.62	142.67	187.01	997.17	1117.19	1313.39
负债和股东权益合计	62.51	143.32	231.96	1001.31	1129.71	1330.84
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	9.46	16.51	83.42	44.57	142.72	128.92
投资性现金净流量	-4.97	-31.89	-128.18	-70.00	-120.00	-120.00
筹资性现金净流量	-3.13	52.80	39.26	701.88	5.76	5.94
现金流量净额	1.36	37.42	-5.48	676.45	28.49	14.86

资料来源：中国银河证券研究部

附表 2：财务分析和估值指标汇总

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
收益率						
毛利率	67.98%	79.83%	66.00%	64.80%	62.30%	60.64%
三费/销售收入	23.99%	31.40%	26.20%	27.05%	25.61%	26.17%
EBIT/销售收入	40.12%	41.89%	33.07%	31.29%	29.66%	28.51%
EBITDA/销售收入	59.85%	55.17%	51.03%	46.60%	41.44%	38.38%
销售净利率	39.78%	41.10%	30.52%	29.05%	28.87%	27.28%
资产获利率						
ROE	24.70%	21.23%	23.78%	7.03%	10.74%	14.94%
ROA	23.70%	21.51%	20.78%	7.53%	10.89%	15.38%
ROIC	#DIV/0!	49.53%	39.00%	33.19%	36.40%	44.97%
增长率						
销售收入增长率	#DIV/0!	99.39%	97.99%	65.71%	72.15%	73.00%
EBIT 增长率	#DIV/0!	108.17%	56.29%	56.80%	63.17%	66.29%
EBITDA 增长率	#DIV/0!	83.81%	83.13%	51.32%	53.08%	60.22%
净利润增长率	#DIV/0!	106.05%	47.01%	57.75%	71.07%	63.47%
总资产增长率	#DIV/0!	129.28%	61.85%	332.53%	12.80%	17.77%
股东权益增长率	#DIV/0!	139.63%	31.20%	433.22%	12.03%	17.56%
经营营运资本增长率	#DIV/0!	407.77%	-19.53%	180.72%	35.77%	102.89%
资本结构						
资产负债率	4.63%	0.45%	19.38%	0.41%	1.11%	1.31%
投资资本/总资产	95.37%	80.74%	91.29%	31.40%	37.47%	47.69%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	88.97%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.28	123.97	1.40	194.68	69.40	58.78
速动比率	3.13	123.31	1.37	194.30	69.12	58.45
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						

总资产周转率	0.59	0.51	0.63	0.24	0.37	0.54
固定资产周转率	14.93	6.07	1.81	3.64	5.93	10.01
应收账款周转率	4.88	2.89	7.15	4.35	5.53	4.76
存货周转率	26.69	34.50	41.54	53.40	44.24	49.39
业绩和估值指标	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
EBIT	14.81	30.83	48.19	75.56	123.29	205.03
EBITDA	22.09	40.61	74.37	112.53	172.27	276.00
NOPLAT	15.05	29.55	44.66	70.27	114.66	190.68
净利润	14.69	30.25	44.47	70.15	120.00	196.16
EPS	0.147	0.303	0.445	0.701	1.200	1.962
BPS	0.595	1.425	1.870	9.972	11.172	13.133
PE	338.29	164.28	111.76	70.85	41.42	25.34
PEG	4.95	2.82	1.75	N/A	N/A	N/A
PB	83.55	34.87	26.58	4.98	4.45	3.78
PS	134.63	67.52	34.10	20.58	11.96	6.91
PCF	525.22	301.06	59.58	111.52	34.82	38.55
EV/EBIT	167.78	95.07	77.86	56.75	34.69	20.94
EV/EBITDA	112.48	72.19	50.46	38.10	24.83	15.55
EV/NOPLAT	165.13	99.22	84.02	61.02	37.30	22.51
EV/IC	41.69	25.33	17.72	13.61	10.09	6.75
ROIC-WACC	#DIV/0!	36.03%	25.50%	18.19%	23.67%	29.97%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：中国银河证券研究部

附表 3：传媒类公司国际估值比较

公司	货币	股价 (元)	市值 (百万元)	EV/EBITDA		PE		CAGR (%)	PEG	ROE	PB	总资产 周转率	
				上财年	本财年 E	上财年	本财年 E						下财年 E
综合类互联网服务商													
百度	USD	110.23	38,826	121	57	26	73	45	(25)	(2.93)	37.88	35.40	0.88
雅虎	USD	16.33	21,286	13	11	38	20	18	44	0.45	5.04	1.76	0.45
网易公司	USD	39.77	5,151	12	9	19	16	13	21	0.76	28.56	3.83	0.50
新浪公司	USD	69.25	4,219	41	30	9	40	34	(48)	(0.84)	44.72	3.19	0.29
搜狐公司	USD	76.71	2,910	8	9	20	19	16	12	1.53	29.69	3.94	0.76
搜房网	USD	76.20	1,449	95	17	--	28	18	--	--	279.17	72.58	0.97
前程无忧	USD	51.60	1,455	55	28	87	40	30	72	0.55	8.82	13.38	0.54
金融界	USD	7.14	157	(24)	--	(24)	26	11	--	--	(6.41)	1.48	0.35
腾讯	HKD	175.30	321,585	31	25	61	34	26	55	0.62	53.71	17.82	0.91
太平洋网络	HKD	3.47	3,385	12	--	25	--	--	--	--	23.71	6.02	0.57

慧视网	HKD	0.76	372	--	--	173	--	--	--	--	1.01	--	0.93
东方财富	CNY	51.70	7,238	--	--	74	73	49	23	3.24	30.93	20.19	0.55
同花顺	CNY	38.01	5,109	46	39	51	49	37	17	2.80	13.47	5.17	0.30
生意宝	CNY	26.91	3,633	70	39	88	64	42	44	1.46	10.72	8.34	0.28
顺网科技	CNY	65.80	3,948	--	56	93	82	53	32	2.53	74.81	55.49	1.43
网络游戏													
任天堂	USD	35.79	40,563	--	--	--	4	2	--	--	17.65	--	0.80
盛大互动娱乐	USD	39.23	2,645	4	7	11	21	18	(22)	(0.95)	20.98	1.70	0.46
巨人网络	USD	7.09	1,605	5	6	13	14	12	4	3.71	15.25	1.75	0.21
畅游	USD	30.56	1,576	19	6	2	9	8	(56)	(0.16)	88.89	13.90	1.15
第九城市	USD	6.42	161	4	--	(0)	--	--	--	--	(17.13)	0.57	0.27
盛大游戏	USD	6.07	1,730	--	5	2	9	9	(48)	(0.18)	74.19	3.16	1.42
完美时空	USD	23.60	1,193	6	6	1	9	8	(61)	(0.14)	52.35	2.54	0.77
金山软件	HKD	4.23	4,737	10	6	12	11	9	12	0.91	26.67	2.43	0.54
网龙网络	HKD	3.68	1,945	5	--	22	40	22	1	55.49	5.99	1.14	0.40
中华网龙	TWD	254.00	22,339	29	17	21	22	18	7	3.02	46.33	8.32	0.77
智冠科技	TWD	146.00	18,619	64	16	18	14	12	24	0.57	22.05	3.74	1.00
游戏桔子	TWD	46.20	7,655	8	8	21	24	16	16	1.57	13.07	2.64	1.13
中青宝	CNY	21.25	2,763	--	55	50	45	32	26	1.71	26.48	12.20	0.42
网络视频&音乐													
酷6	USD	7.14	157	(5)	--	(7)	--	--	--	--	(34.51)	3.73	0.44
A8 电媒	HKD	2.82	1,305	12	6	12	11	8	23	0.45	24.08	2.27	1.29
乐视网	CNY	--	4,970	--	51	--	70	41	--	--	26.99	19.45	0.72
移动互联网													
空中网	USD	7.30	249	5	--	20	14	14	22	0.61	7.54	1.35	0.68
掌上灵通	USD	1.61	68	619	--	(161)	--	--	--	--	0.09	5.18	0.42
神州泰岳	CNY	63.18	19,965	39	--	58	51	35	28	1.79	21.71	8.70	0.52
拓维信息	CNY	40.00	5,814	42	--	67	52	40	28	1.83	15.20	9.28	0.46
北纬通信	CNY	45.70	3,455	74	72	97	76	55	33	2.34	9.30	8.26	0.41
影视动漫													
意马国际	HKD	0.26	1,460	(5)	--	(0)	--	--	--	--	--	--	0.23
文化中国传播	HKD	0.71	1,376	130	--	(4)	--	--	--	--	(66.99)	2.02	0.47
橙天嘉禾娱乐	HKD	0.63	1,602	11	--	63	--	--	--	--	11.69	1.31	0.71
华谊兄弟	CNY	29.19	9,808	63	--	91	58	42	47	1.25	9.78	6.68	0.51
奥飞动漫	CNY	32.65	8,358	51	--	67	67	54	12	5.76	14.35	7.06	0.68
华策影视	CNY	111.12	6,276	--	58	76	72	52	21	3.39	40.89	26.35	0.84
纯广告													
分众传媒	USD	23.80	3,408	(307)	15	(20)	22	19	--	--	(17.87)	2.96	0.35
航美传媒	USD	7.46	489	(23)	49	(13)	94	15	--	--	(13.21)	3.69	0.46
华视传媒	USD	3.65	263	13	--	10	--	33	(45)	--	10.27	1.22	0.35
白马户外媒体	HKD	4.90	2,592	5	7	82	17	15	131	0.13	1.27	1.00	0.38

中视传媒	CNY	16.50	5,468	27	--	48	44	42	6	7.19	12.87	5.75	0.82
华谊嘉信	CNY	33.03	1,710	--	--	47	48	38	11	4.54	30.90	12.88	2.99
蓝色光标	CNY	36.46	4,375	--	39	68	61	47	20	3.10	25.39	16.07	1.25
省广股份	CNY	47.82	3,939	--	31	56	55	41	17	3.22	37.48	18.35	3.56
北巴传媒	CNY	10.63	4,286	11	--	37	25	21	32	0.78	12.59	3.57	0.77
报纸													
南华早报集团	HKD	1.43	2,232	15	--	16	--	--	--	--	6.90	1.04	0.32
四川新华文轩	HKD	4.42	5,018	5	5	14	10	9	27	0.39	9.58	1.03	0.57
博瑞传播	CNY	18.15	11,177	29	21	41	32	26	25	1.25	22.67	7.04	0.51
新华传媒	CNY	8.16	8,526	40	26	36	35	31	8	4.25	11.61	3.85	0.63
华闻传媒	CNY	5.76	7,834	19	--	48	44	41	9	5.10	7.48	3.20	0.63
粤传媒	CNY	15.70	5,498	(57)	--	(58)	33	33	--	--	(7.47)	4.33	0.21
电子商务													
携程网	USD	44.33	6,555	59	34	62	37	29	45	0.81	27.13	7.29	0.59
e龙	USD	17.18	407	169	--	279	52	42	158	0.33	1.94	5.20	0.33
阿里巴巴	HKD	13.32	67,205	52	28	66	38	29	51	0.76	20.50	9.87	0.45
焦点科技	CNY	75.22	8,838	61	50	74	60	40	36	1.66	10.92	6.06	0.24
有线网络													
康卡斯特	USD	20.60	56,700	6	6	16	16	14	8	2.14	8.75	1.31	0.32
DIRECTV	USD	40.34	33,632	8	7	42	17	13	79	0.22	24.98	50.21	1.24
时代华纳	USD	31.10	34,499	8	7	18	13	12	22	0.60	6.52	1.05	0.29
DISH	USD	18.42	8,161	5	4	13	9	8	27	0.32	--	--	1.58
东方明珠	CNY	9.13	29,091	48	38	64	47	54	9	5.37	6.54	4.08	0.17
歌华有线	CNY	13.23	14,028	18	16	42	37	36	9	4.05	7.53	2.87	0.26
电广传媒	CNY	24.59	9,993	35	13	351	102	83	106	0.96	1.62	4.90	0.46
天威视讯	CNY	28.55	7,623	15	21	98	83	50	39	2.13	6.43	6.19	0.43
广电网络	CNY	11.38	6,412	16	18	82	58	46	34	1.70	6.62	4.93	0.35
武汉塑料	CNY	16.13	2,863	26	--	620	45	32	337	0.13	3.33	17.95	0.77
数码视讯	CNY	65.90	7,381	--	45	56	55	42	16	3.46	28.35	14.11	0.59
金亚科技	CNY	16.30	2,875	97	--	50	--	--	--	--	10.21	4.32	0.35
出版发行													
皖新传媒	CNY	13.73	12,494	--	--	39	41	36	4	10.88	15.13	5.70	0.89
时代出版	CNY	16.45	6,934	25	--	28	25	24	10	2.65	12.13	2.64	0.69
出版传媒	CNY	11.00	6,060	65	--	48	40	38	12	3.40	9.14	4.02	0.61
*ST 鑫新	CNY	--	3,289	523	--	--	35	31	--	--	(74.34)	42.82	1.09
中南传媒	CNY	11.91	21,390	--	36	32	38	33	(2)	(22.22)	21.73	6.18	0.75

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908