

赵宇杰
 0755-82943293
 zhaoyj@cmschina.com.cn

2009年5月24日

博瑞传播(600880.SH)/17.61元

新媒体业务取得突破性进展，具有较大想象空间

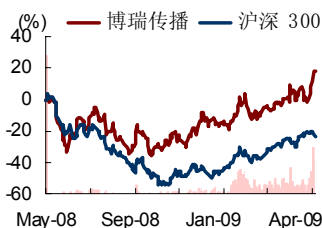
投资评级: 强烈推荐-A
评级调整: 维持
目标估值: 20-26元

基础数据

总股本(万股) 37,529
 流通股本(万股) 24,149
 总市值(亿元) 66
 流通市值(亿元) 43
 52周股价 9.8-17.6元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	56	13
相对表现	8	14	38



相关报告

1、《博瑞传播三大主业增长稳健，广告业务继续逆势上扬》

5/19/2009

2、《博瑞传播1季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破14%》

4/27/2009

3、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报告保持稳健的基石》

4/7/2009

4、《博瑞传播代理商报告超预期增长，积极探索整合营销升级转型》

2/10/2009

5、《博瑞传播三大主业强劲复苏，广告业务有望逆势而上》

10/19/2008

本报告独特之处：1、指出梦工厂网游公司存在自主运营与联合运营两种模式；2、通过分析梦工厂旗下产品的平均同时在线玩家人数（ACU），来估算梦工厂09、10年的净利润增长情况；3、通过对买方、卖方收费模式的分析，指出博瑞收购梦工厂将使自身的收费模式趋于合理，进而增强其抗风险能力。

公告内容

公司于09年3月31日与成都梦工厂网络信息技术有限公司（梦工厂）签订了拟收购梦工厂100%股权的投资谅解备忘录。

梦工厂成立于2002年12月（资料来源梦工厂官方网站），拥有5款网游产品的著作权与运营权。08年实现销售收入9,540万元，年末总资产10,059万元、净资产8,451万元；注册资本900万元，其股东均为自然人，其中裘新出资335万元、持股比例为37%，其余股东4人持股比例为63%。

点评

我们判断博瑞将通过现金完成对梦工厂的收购，收购PE为7倍左右，按08年净利润0.45亿测算，收购价格在3亿左右。梦工厂09、10年的净利润预计分别在0.7亿、1亿以上，如假设在四季度完成收购，将分别增厚0.05元、0.27元；则博瑞09、10的EPS将达到0.66元、0.95元。综合相对估值与分业务估值两种估值方法，我们认为合理的股价区间为20~26元。维持“强烈推荐-A”的投资评级。投资风险在于公司能否成功收购梦工厂还有一定的不确定性；同时我们认为公司在收购梦工厂的股权上有可能做出调整。

1、梦工厂是非上市的国内网游企业中做的比较优秀的网游企业，具有的独立游戏开发能力，已形成独具特色的“侠义道”产品系列，并具备一定的自主运营能力。

梦工厂经过6年多的发展，业已形成具有一定经验的较为成熟的研发团队。其中裘新无疑是该公司的灵魂人物，曾供职于金山公司，是国内《剑侠情缘》这一知名武侠游戏品牌的开创者。目前梦工厂已独立开发了5款网游产品，包括3款聚焦于武侠类型题材的“侠义道”产品系列（《侠义道I》、《侠义道II》和《新侠义道》），1款改编自日本经典动漫的《圣斗士OL》产品，和1款休闲围棋游戏《棋魂》；其中公司从去年下半年开始陆续推出3款新网游产品（《新侠义道》、《圣斗士OL》、《棋魂》）。

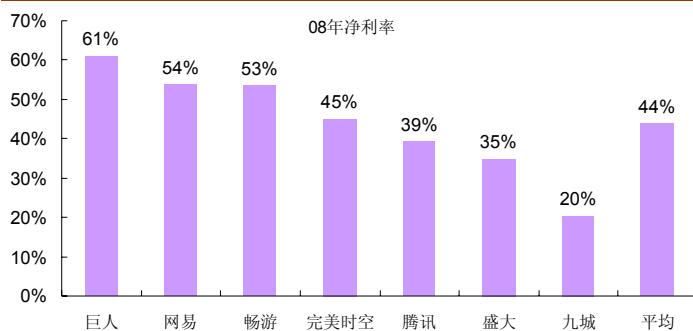
梦工厂在运营模式上具有一定的特点，于业内首创出联合运营模式。梦工厂可算是在国内率先开创“联合运营”模式的鼻祖，不过当初选择联合运营模式是形势所迫。公司成立初期研发出的首款网游《侠义道I》苦于没有更多资金用于游戏推广，同时发现不少游戏平台缺乏优秀的网游吸引玩家，在此背景下公司出于对自有产品的自信，探索出与游戏平台商联合运营的模式。起初，联合运营模式主要局限于中小游戏开发商与平台商间的合作中，但目前此种合作模式被扩大整个行业领域，并成为一种趋势；今年年初盛大与金山这两大上市公司在《剑侠世界》和《剑网2》的游戏合作中就采取了联合运营模式。联合运营模式为游戏开发商与平台商创造了双赢的局面，双方按照协商的比例进行收入分成；开发商节省了大量的市场推广与渠道维护成本，并可借助游戏平台商积累的大量用户尽快实现盈利；而平台商则通过代理优秀的网游产品，进而为用户提供丰富、优质的网游产品，大大增强了自身平台对用户的黏性（参见表1）。

梦工厂仍有部分自主运营能力和完全独立的客服人员，为公司进一步作大、作强奠定了良好的基础。随着公司产品的丰富，已推出了新一代的游戏互动平台——梦工厂游戏大厅，玩家直接登录该平台即可享受更好的游戏体验和更方便的游戏操作；根据媒体报道，08 年自主运营与联合运营在收入中的比例为 25: 75；同时公司表示希望在今年将自主运营在营收中的比例提升到 50%，从而通过减少支付分成款、进而提升盈利能力。同时公司有独立的客服人员，而且每个客服都只负责一款产品，从而为用户提供更优质、专业的服务。

梦工厂 08 年的净利润预计 4,500 万。公司 08 年收入接近 1 个亿，主要贡献来自于侠义道 1、2 代这两款产品，《新侠义道》与《圣斗士》分别在去年底和今年初进入封测期，在去年尚无盈收贡献；而《棋魂》推出的目的更多是出于完善公司产品线的目的，而非收入上的考虑。其中约 75% 比例的收入来自于联合运营平台商，这里涉及游戏开发商需支付平台商一定比例的分成款的问题；因为这两款产品运营时间较早，属于成熟的网游产品，已有一定的知名度和用户群相对稳定，并不需要平台商作大量的营销推广，同时公司有独立的客服人员，因此我们假设平台商的分成比例在 45% 左右；再加上研发人员、客服人员以及服务器、带宽等成本费用，合计在 1,000 万左右，则 08 年净利润在 4,500 万左右。我们统计的 08 年前 7 大网游企业平均净利率高达 44%，如去掉九城后的另 6 大网游企业的净利率高达 48%（参见图 1）。

受益于新网游的发布和平均同时在线玩家人数（ACU）的持续增加，梦工厂 09、10 年的净利润预计分别在 0.7 亿、1 亿以上；其中 09 年新增的 2 千 5 百万净利润贡献来自于《新侠义道》产品贡献，10 年新增的 3 千万净利润贡献则来自于《圣斗士》产品贡献。公司去年 1 个亿收入主要由侠义道 1、2 代产品贡献，两款产品的平均同时在线玩家人数（ACU）在 10 万左右，其中自主运营的用户数在 2 万，联合运营的用户数在 8 万。《新侠义道》在今年 3 月开始公测（即玩家可以花钱兑换游戏币，进而在游戏里消费），目前通过自主运营的 ACU 在 5 万，联合运营的 ACU 我们预测在 2 万，合计约 7 万；预计到年底该款游戏通过自主运营和联合运营的 ACU 将分别达到 7 万和 8 万，合计在 15 万；全年平均下来，该款游戏的 ACU 合计在 10 万以上，因此仅《新侠义道》产品在今年就可给公司带来超过 1 亿的新增收入，相应净利润至少增加 2 千 5 百万（参见表 2）。需要强调的是，此处并未考虑《圣斗士》在今年对公司盈收的贡献；目前该款产品仍处封测期，预计暑假期间可能会进入内测期，进入公测期估计在 4 季度了，因此出于保守考虑，暂不预测该款游戏在今年对公司的业绩贡献；我们预计 2010 年将进入正式商业化运营阶段，届时该款游戏的 ACU 将达到 10 万玩家以上，新增净利润贡献在 3 千万以上（一款网游产品一般会经过封测、内测、公测、正式商业化运营四个阶段；其中从公测期开始，产品就开始有收入来源了）。

图 1、海外上市网游类企业 08 年净利率



资料来源：公司公告、招商证券研发中心（其中九城由于代理《魔兽世界》的成本较高，如去掉九城，网游平均净利率将更高）

表 1、推算梦工厂旗下各游戏平均同时在线玩家人数 (ACU)

网游名称	开发进度	时间	联合运营平台
侠义道 I	内测	2004 年 3 月	Tom、iGame、联众世界、中国游戏中心、17173、浩方、边锋、迅雷、赖子、风行等
	商业化运营 (时间收费模式)	2005 年 7 月 12 日	
	采用免费运营、道具收费模式	2005 年 10 月	
侠义道 II	内测	2007 年 1 月	腾讯、远航等
	公测	2007 年 2 月	
棋魂	内测	2008 年 6 月	-
	公测	2008 年 11 月 18 日	
新侠义道	封测	2008 年 11 月 1 日	浩方、中游、边锋、联众、商都等 10 大游戏平台进行公测
	不删档内测	2008 年 12 月中旬	
	公测	2009 年 3 月 18 日	
圣斗士	封测	2009 年 1 月	-

资料来源：招商证券研发中心

表 2、推算梦工厂旗下各游戏平均同时在线玩家人数 (ACU)

单位：万	08 年 E			09 年 5 月 24 日			09 年 E		
	自主运营	联合运营	梦工厂	自主运营	联合运营	梦工厂	自主运营	联合运营	梦工厂
侠义道	1.4	8	10.1	1.4	8	10.1	1.4	8	10.1
侠义道 2	0.7			0.7			0.7		
新侠义道	0	0	0	5	2	7	7	8	15
圣斗士	0	0	0	1.3	0	1.3	5	2	7
合计	2.1	8	10.1	8.4	10	18.4	14.1	18	32.1

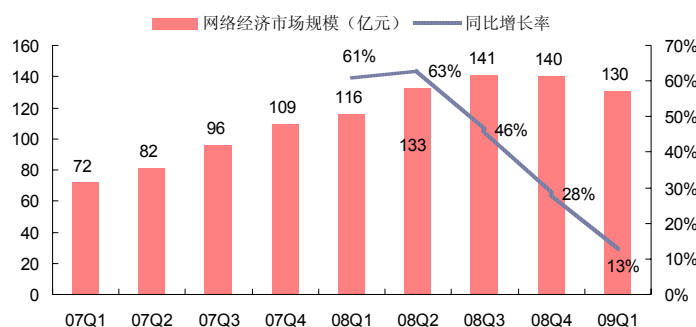
资料来源：招商证券研发中心

备注：该表所列数据仅供投资者参考，09 年 5 月 24 日自主运营数据是根据梦工厂游戏大厅各款产品显示的在线人数进行测算，其余数据为我们的合理假设

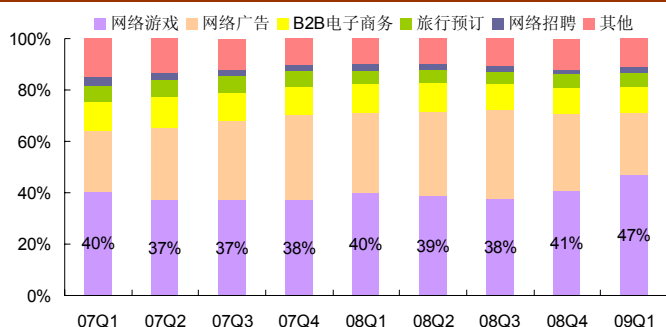
2、博瑞拟全资收购梦工厂，表明公司在新媒体领域拓展的魄力和力度；同时使得公司的收费模式更趋合理，增强了企业的抗风险能力

传媒行业的收费模式可分为按买方收费和卖方收费，其中在宏观经济不景气的背景下，以向买方收费为主的盈利模式更具抗风险能力。向买方收费即是向消费者收取内容或功能服务费等，如网游、电影、有线电视网等产业，可以看到该领域受宏观经济影响较小，仍保持着快速增长势头；向卖方收费主要是将消费者注意力价值卖给企业或个人，其中广告是最为普遍和主流的盈利模式，但受宏观经济影响较大，表现出明显的周期性，抵御风险能力较弱。

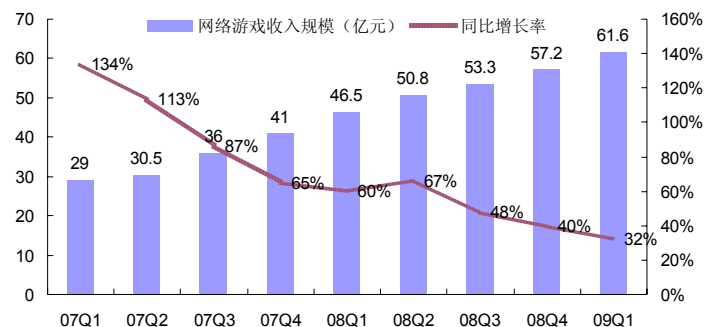
我们通过网游产业和腾讯两个例子，可发现以买方收费为主的盈利模式，对宏观经济有极强的抵御能力。通过图 2 到图 4 可看到，网络经济在今年 1 季度同比增幅放缓，环比甚至出现一定程度的下降；而网络游戏则基本不受宏观经济影响，继续保持高速增长，在网络经济中的占比更是大幅提升，达到 47% 的比重。而腾讯的例子（图 5）则更加说明了传媒企业积极构建以向买方收费模式为主的必要性。腾讯的收入结构中，社区类增值服务（QQ 秀、QQ 空间等业务）、游戏收入，和移动增值业务均是向买方收费，该类业务在 09 年 1 季度整个收入比重占到 94%，网络广告业务占收入的比重连 6% 都不到；因此即使 1 季度广告业务仅实现 1% 的小幅上涨，但网游业务却同比大涨 171%，从而带动腾讯 1 季度实现 75% 的强劲增长。

图 2、网络经济今年1季度增速放缓


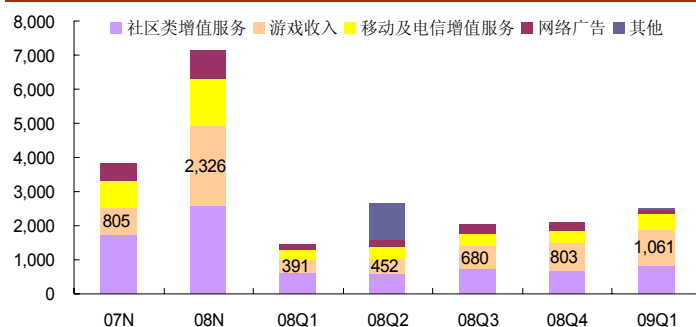
资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

图 4、网络游戏在网络经济中的比重大幅提升


资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

图 3、网络游戏继续保持强劲增长势头


资料来源：艾瑞、招商证券研发中心

图 5、网络游戏推动腾讯继续保持高速增长势头


资料来源：公司公告、招商证券研发中心

因此博瑞通过收购梦工厂，将使自身的收费模式趋于合理，改变过去卖方收费业务（广告、印刷）在整体收入中占比过大的局面，加大向买方收费业务（如网游）的比重，进而增强其抗风险能力；同时网游行业普遍较高的净利率，也将整体提升博瑞的盈利能力。通过模拟测算，假设在年初完成对梦工厂的收购，则买方业务在公司整个收入中的比重将由收购前的 20%，提升到 35%；同时 09 的 EPS 也从 0.62 元，提升到 0.8 元。

表 3、模拟分析收购梦工厂后对公司买卖双方业务在收入占比及对公司整体盈利的变化情况（单位：百万元）

09 年不考虑收购梦工厂				09 年考虑收购梦工厂（备考数据）			
卖方收费		买方收费		卖方收费		买方收费	
广告业务	292	发行及投递业务	148	广告业务	292	发行及投递业务	148
印刷相关业务	425	学校业务	40	印刷相关业务	425	学校业务	40
其他业务	15			其他业务	15	网游	200
卖方业务合计	732	买方业务合计	188	卖方业务合计	732	买方业务合计	388
卖方业务比例	80%	买方业务比例	20%	卖方业务比例	65%	买方业务比例	35%
09EPS		0.62 元		09EPS		0.8 元	

资料来源：招商证券研发中心

我们判断博瑞将通过现金完成对梦工厂的收购，收购 PE 为 7 倍左右，按 08 年净利润 0.45 亿测算，收购价格在 3 亿左右。PE 选取 7 倍的理由是搜狐分拆旗下的网游业务（畅游公司）在美国上市时，其发行市盈率就是 7.04 倍；而畅游 08 年的收入规模（2.02 亿美元）和盈利能力（1.08 亿美元），均明显好于梦工厂 08 年的水平，因此我们认为收购 PE 倍数应在 7 倍左右。

博瑞在成功收购梦工厂后,我们认为博瑞至少在三个方面将会对梦工厂业务起到直接的促进作用:一是帮助梦工厂扩大玩家规模和提升自主运营能力,还可选择收购合适的平台运营商,从而提升其盈利能力;博瑞可充分利用自身及集团丰富的媒体及广告资源,通过成都辐射整个四川地区,对梦工厂的现有产品进行充分的市场推广,同时也可有效调动博瑞发行人员的规模优势,针对成都本地网吧实施有针对性地营销宣传,从而将成都乃至四川网游市场给做精做透。二是帮助梦工厂获取更多优秀的游戏开发人才和提供资金上的支持,加大研发方面人才和资金上的投入,从而更有可能研发出更贴近市场的精品网游;三是可与之前投资的手中乾坤进行业务上合作,原因是随着 3G 时代的到来,网络游戏跨平台、多机种发展条件趋于成熟,未来手机网游将具有极大的发展空间。

3、盈利预测与估值

我们对博瑞现有业务 09 年~10 年的盈利预测为 0.62 元和 0.68 元;对梦工厂 09、10 年的净利润预测分别为 0.7 亿、1 亿;如假设在今年四季度完成对梦工厂的收购,则将分别增厚 0.05 元、0.27 元;博瑞 09、10 的 EPS 将达到 0.66 元、0.95 元。

我们通过相对估值和分业务估值两种方式对公司进行估值。

相对估值: 目前传媒行业的平均估值在 40 倍,我们认为博瑞在成功收购梦工厂后,其业绩弹性加大,具有较大的想象空间;对博瑞的估值可由传媒行业的中低端提升到中高端,09 年的 PE 可给到 30~40 倍,对应的股价范围在 20~26 元;

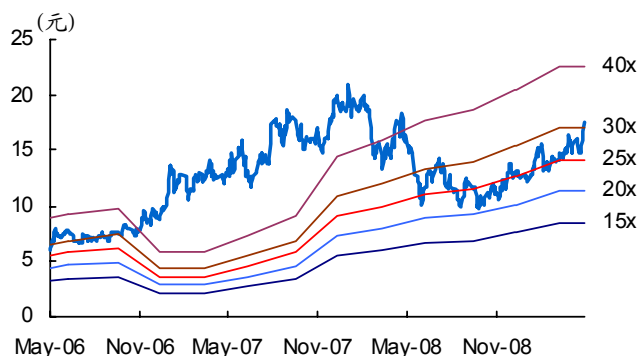
分业务估值: 分业务估值的好处在于,可根据不同业务未来的成长性给予合理的 PE 倍数;目前我们对博瑞 09 年归属母公司净利润预测为 2.3 亿,如梦工厂在今年第 4 季度并表的话则净利润贡献为 0.18 亿;我们给予博瑞原有业务的 PE 为 30 倍,给予网游业务的 PE 为 40 倍,则股价为 20 元。

综合相对估值与分业务估值两种估值方法,我们认为合理的股价区间为 20~26 元。

继续维持“强烈推荐-A”的投资评级: 一方面即使按现有业务估值,博瑞 09 年 PE 为 28.6 倍,显著低于行业平均估值水平,当前股价有一定的安全边际;另一方面,博瑞如完成对梦工厂的收购,将使公司收费模式更趋合理,加大买方收费业务在整个收入中的比重,从而提升其整体抗风险能力;而网游业务本身较高的净利率水平,也将极大提升博瑞整体的盈利能力;同时也使公司的业绩弹性加大,存在较大的想象空间。

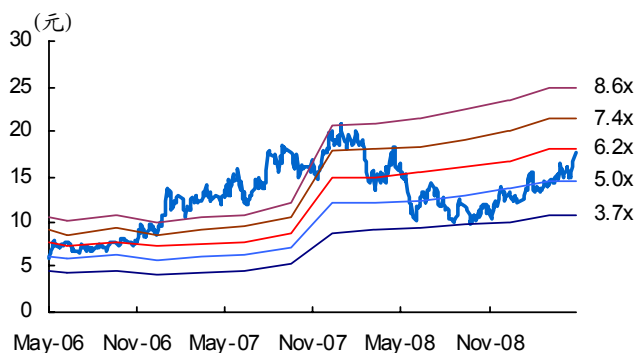
风险提示: 公司能否成功收购梦工厂还有一定的不确定性。同时我们认为公司在收购梦工厂的股权上有可能做出调整,主要原因是原有的全资收购方案完成后,以袁新为首的核心团队不再持有梦工厂股权;从激励团队的角度、和避免核心团队流失角度考虑,让其持有梦工厂股权无疑是较好的选择。

图 6、博瑞传播历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 7、博瑞传播历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《博瑞传播三大主业增长稳健，广告业务继续逆势上扬》5/19/2009
- 2、《博瑞传播 1 季度受商报疲软表现拖累，全年收入增速仍有望突破 14%》4/27/2009
- 3、《博瑞传播“共赢模式”是博瑞代理商报广告保持稳健的基石》4/7/2009

本文突出贡献是以商报房地产广告研究为切入点，对商报的“利益相关者共赢模式”进行深入分析：指出该模式在宏观经济不景气时越能体现出大股东对博瑞广告的大力支持，是保证博瑞代理商报广告保持平稳态势的“基石”，在帮助博瑞广告获取商报更大广告份额中也表现出的极大潜力。

- 4、《博瑞传播代理商报广告超预期增长，积极探索整合营销升级转型》2/10/2009

对 2008 年年报进行详细分析

- 5、《博瑞传播商报代理业务保持平稳态势，广告业务两大拓展令人关注》12/11/2008
- 6、《博瑞传播三大主业强劲复苏，广告业务有望逆势而上》10/19/2008

本文有两大突出贡献：一是于业内率先引入《成都商报》每日版数持续、跟踪统计，以此前瞻性分析、判断博瑞与此相关的广告、发行、印刷业务发展情况；二是对博瑞广告经营模式升级，朝整合营销市场服务机构升级转型作了全面、系统的分析。

- 7、《博瑞传播商报策略性提价风险可控，对上市公司影响积极正面》4/27/2008
- 8、《博瑞传播发展瓶颈已破，西部神鸟展翅腾飞》4/16/2008

勾划出公司短、中、长期三阶段发展的广阔发展空间。

- 9、《博瑞传播集团资产整合快于预期，区域化垄断媒体集团已露峥嵘》1/23/2008
- 10、《博瑞传播右“剑”左“盾”，助推公司成为区域性综合媒体帝国》7/24/2007

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	680	746	834	957	1,111
现金	532	592	683	789	928
交易性投资	35	26	20	20	20
应收票据	0	2	5	5	6
应收款项	18	18	20	26	28
其它应收款	47	56	64	71	79
存货	21	22	23	26	29
其他	27	29	18	20	22
非流动资产	703	646	692	737	765
长期股权投资	75	112	112	112	112
固定资产	399	386	453	517	558
无形资产	31	35	31	28	25
其他	198	113	95	79	69
资产总计	1,382	1,392	1,526	1,694	1,876
流动负债	366	299	284	304	326
短期借款	90	40	10	10	10
应付账款	43	27	38	42	46
预收账款	82	119	117	130	143
其他	151	113	119	123	127
长期负债	64	27	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他	64	27	35	35	35
负债合计	430	326	319	339	361
股本	202	367	375	375	375
资本公积金	426	243	243	243	243
留存收益	278	408	524	652	792
少数股东权益	47	48	65	84	105
母公司所有者权益	906	1,019	1,142	1,270	1,410
负债及权益合计	1,382	1,392	1,526	1,694	1,876

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	221	256	289	302	336
净利润			231	256	280
折旧摊销			41	44	46
财务费用			(6)	(7)	(8)
投资收益			(15)	(15)	(10)
营运资金变动			13	3	6
其它			25	21	22
投资活动现金流	(62)	(191)	(87)	(90)	(75)
资本支出			(100)	(100)	(80)
其他投资			13	10	5
筹资活动现金流	216	(6)	(110)	(106)	(122)
借款变动			(31)	0	0
普通股增加			8	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(115)	(128)	(140)
其他			28	22	18
现金净增加额	375	60	92	106	139

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	708	809	920	1,021	1,129
营业成本	351	430	470	521	572
营业税金及附加	22	23	27	30	33
营业费用	42	26	29	33	36
管理费用	102	91	99	112	124
财务费用	5	(6)	(6)	(7)	(8)
资产减值损失	3	1	5	0	0
公允价值变动收益	11	(30)	15	0	0
投资收益	32	44	0	15	10
营业利润	226	259	311	348	382
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	0	3	0	0	0
利润总额	226	257	311	348	382
所得税	76	48	62	73	80
净利润	150	209	248	275	301
少数股东损益	14	18	17	19	21
母公司所有者净利润	135	192	231	256	280
EPS (元)	0.37	0.52	0.62	0.68	0.75

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	17%	14%	14%	11%	11%
营业利润	92%	15%	20%	12%	10%
净利润	149%	42%	20%	11%	10%
获利能力					
毛利率	50.4%	46.9%	48.9%	49.0%	49.3%
净利率	19.1%	23.7%	25.1%	25.1%	24.8%
ROE	14.9%	18.8%	20.2%	20.1%	19.9%
ROIC	14.6%	18.6%	20.0%	19.8%	19.3%
偿债能力					
资产负债率	31.1%	23.4%	20.9%	20.0%	19.2%
净负债比率	6.6%	2.9%	0.7%	0.6%	0.5%
流动比率	1.9	2.5	2.9	3.1	3.4
速动比率	1.8	2.4	2.9	3.1	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	19.2	20.0	20.5	21.0	20.9
应收帐款周转率	44.0	44.2	47.9	44.6	42.0
应付帐款周转率	8.7	12.2	14.5	13.1	13.1
每股资料(元)					
每股收益	0.37	0.52	0.62	0.68	0.75
每股经营现金	0.60	0.70	0.77	0.80	0.90
每股净资产	2.47	2.77	3.04	3.38	3.76
每股股利	0.20	0.26	0.31	0.34	0.37
估值比率					
PE	47.8	33.8	28.6	25.8	23.6
PB	7.1	6.4	5.8	5.2	4.7
EV/EBITDA	20.4	18.7	15.5	13.9	12.7

分析师简介

赵宇杰：毕业于华中科技大学，经济学与数学双学位。2006 年加入招商证券研发中心，现为招商证券文化传媒行业分析师。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 4 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。