

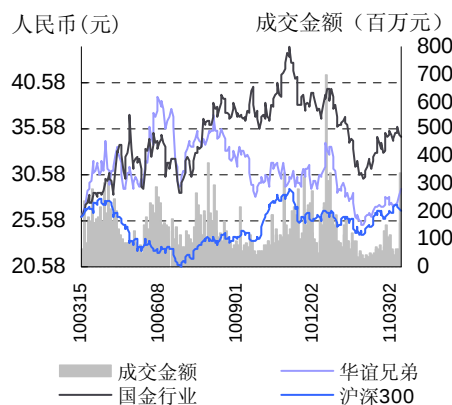
华谊兄弟 (300027.SZ)
广播影视行业
评级: 买入 维持评级
公司研究

市价(人民币): 29.09 元

长期价值显著的综合性的传媒娱乐集团

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	191.24
总市值(百万元)	9,774.24
年内股价最高最低(元)	39.05/25.18
沪深 300 指数	3247.38


相关报告

1. 《业绩符合预期,新的起点开启 2011 新纪元》, 2011.3.11
2. 《业绩符合预期,电影新片计划显强劲势头》, 2011.2.24
3. 《借力上海迪斯尼,内容产业链再延伸》, 2011.2.20

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号: S1130208070237
 (8621)61038317
 maozhr@gjzq.com.cn

张良卫 联系人
 (8621)61038204
 zhanglw@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.503	0.444	0.725	1.013	1.360
每股净资产(元)	8.81	4.62	5.14	5.86	7.02
每股经营性现金流(元)	0.31	0.27	-1.03	-0.05	1.82
市盈率(倍)	110.14	66.05	40.15	28.71	21.39
行业优化市盈率(倍)	71.79	71.79	71.79	71.79	71.79
净利润增长率(%)	24.22%	76.46%	63.18%	39.84%	34.20%
净资产收益率(%)	5.71%	9.61%	14.09%	17.28%	19.36%
总股本(百万股)	168.00	336.00	336.00	336.00	336.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **业务周期性趋弱,有望走向更加稳定:** 近几年,华谊在主业整体态势快速发展的同时,电影、电视剧业务也呈现出较为明显的周期性,我们认为,随着公司经营能力和资金实力的不断提升,各业务板块自身的磨合逐步走向成熟,在经历 2011 年电影业务的调整后,2012 年公司的电影、电视剧业务有望实现“共同繁荣”,此后单个板块业务的波动将有所减弱。
- **电视剧是 2011 年业绩增长的保证:** 在价格显著上涨和发行规模扩张的共同作用下,今年公司电视剧有望实现高增长,2010 年毛利率受《兵圣》销售低于预期影响较大,参照目前的电视剧成本以及销售情况,2011 年电视剧业务收入有望翻番,毛利率也会有较大幅度的提升,在管理能力和团队磨合不断成熟的基础上,后续的电视剧业务将实现稳定的增长。
- **电影业务:核心竞争力优势显著。** 公司拥有强大的内容制作、资源整合和营销发行能力,这是公司电影业务的核心优势所在。随着自身经营实力的提升,电影业务将逐步进入一个稳定增长的阶段,数量仍稳定在 6-8 部,主要是通过大制作电影的打造以及投资比例的提升来实现电影业务的稳定增长,未来单片票房的不断抬升以及衍生业务的深入挖掘和开发将是其电影业务收入的重要来源;“H”计划拉开公司电影业务新的序幕,公司将力争打造更多的影片类型,提升公司的品牌影响力,凭借自身的品牌优势和影响力,寻求同外部的有效合作将使得电影业务逐步迈上新的台阶。
- **华谊战略布局思路清晰。** 公司主业始终围绕内容-渠道-衍生这条主线进行战略布局,进入音乐、游戏、影院、文化旅游等业务板块,战略布局长短利益兼顾,衍生业务和加强渠道控制力都有利于提升内容价值和开创新的增长点,内容优势也有助于其业务布局,公司多元化业务战略布局将奠定其长远发展的基础,业务协同性的发挥将大大提升公司的投资价值。

投资建议

- 目前股价对应 PE 分别为 40、28、21 倍,我们维持前期观点,长期看好华谊兄弟围绕影视主业进行的战略布局,影视行业良好的发展态势以及公司各项业务的快速发展将对业绩增长构成有力支撑,维持“买入”评级,6-12 个月合理价值区间 33.6-36.2 元。

估值

- 我们调整盈利结构,维持公司 2011/2012 年盈利预测不变,2011-2013 年每股收益分别为 0.725、1.013、1.360 元。

风险

- 票房、电视剧销售低于预期,战略布局效果欠佳

内容目录

影视剧业务周期性趋弱，有望走向更加稳定.....	3
电影业务：品牌价值推动其不断迈向新台阶，周期波动不影响长期价值	3
电视剧：2011 年业绩增长的保证，未来电视剧业务实现稳定增长.....	3
战略布局围绕内容----渠道----衍生品主线	4
战略规划明确，兼顾长期短期收益	4
电影院线：加强渠道控制力，提升内容价值	4
盈利预测与投资建议	5
三张报表预测摘要	6

图表目录

图表 1：华谊兄弟 H 计划影片	3
图表 2：华谊兄弟 2011 年电视剧计划	4
图表 3：华谊兄弟盈利预测详表	5

影视剧业务周期性趋弱，有望走向更加稳定

- 我们继续推荐华谊兄弟，看好其长期的成长路径。近几年公司的电影、电视剧业务的周期性非常明显，形成电影、电视剧轮番贡献业绩的局面，我们认为随着公司电影、电视剧业务板块近几年的积累，经营模式和管理能力不断走向成熟，公司 2012 年将迎来影视剧业务的双丰收，之后开始逐步进入影视剧稳定增长的时代，单块业务的大小年属性减弱。

电影业务：品牌价值推动其不断迈向新台阶，周期波动不影响长期价值

- 公司拥有业内领先的内容制作、资源整合以及营销能力，这是公司电影业务的核心价值所在。前期新片推介“H”计划揭开了公司新的电影战略布局的序幕，也开启了业内电影营销的先河，未来公司将推出一系列可能产生重大市场影响力的影片，打造更多的影片类型，提升公司的品牌影响力，公司同大陆、香港、台湾地区等多位业内知名导演的合作再一次体现了其强大的资源整合能力和内容创新能力，2012 年将进入 H 计划的收获期，2011 年主要是《全球热恋》和《画皮》这 2 部影片。

图表1：华谊兄弟 H 计划影片

影片	导演
全球热恋	夏永康+陈国辉导演 陈国监制
星空	林书宇导演 陈国富监制
画皮	乌尔善导演 陈国富监制
太极	冯德伦导演 李连杰监制
LOVE	钮承泽导演
会撒娇的女人最好命	彭浩翔导演
杨家将	于仁泰导演 黄百鸣监制
十二生肖	成龙导演 唐季礼监制
狄仁杰前传	徐克导演 施南生监制
冯小刚电影	冯小刚

来源：国金证券研究所

- 2011 年是电影小年，不影响其核心价值，从目前的情况来看，2011 年公司电影业务进入小年，没有单独负责筹拍的电影，考虑到今年排片计划以及非 2 在今年的结算带来的收入贡献，相较于去年，我们预计电影业务会出现较大幅度的下滑。考虑到电影从策划到最后完成收入的周期因素，电影的周期通常为 2 年，目前公司电影大小年现象较为明显，我们认为随着近几年自身经营实力的提升，电影业务有望进入一个稳定的阶段；未来的电影数量仍将稳定在 6-8 部，主要通过大制作电影的打造以及提升投资比例来实现电影业务的增长，未来单片票房价格的不断抬升以及衍生业务的深入挖掘和开发将是其电影业务收入的重要来源；凭借自身的品牌优势和影响力，在寻求外部合作方面有望迈出更有冲击力的步伐，从而使得其电影业务有望逐步迈上新的台阶。同时公司渠道拓展带来发行能力的提升也有望成为未来收入的增长点。

电视剧：2011 年业绩增长的保证，未来电视剧业务实现稳定增长

- 从电视剧行业的角度来看，我们维持前期的判断：电视剧市场份额将有望向有实力的机构集中，精品剧的制作、营销能力是关键，目前的精品剧价格处于不断攀升的过程中，未来的市场集中度将更高。
- 公司的电视剧业务经过 3、4 年的积累，目前不论是公司的业务管理，还是各个工作室自身的运营都已经趋于成熟，电视剧投拍能力都得到显著的增强，后续将有能力实现一定产量规模基础上的高质量，拍戏的安全性以及盈利能力大大的稳定，从而使得电视剧业务的盈利能力将得到大大的增强。
- 考虑到电视剧投产规模的扩张以及不断攀升的电视剧价格，我们判断 2011 年公司电视剧业务的收入规模有望实现翻倍，2010 年由于电视剧《兵圣》的销售低于预期对毛利率带来较大的影响，结合现在的电

视剧的成本投入和销售情况，我们预计 2011 年电视剧毛利率水平相较于 2010 年将出现较大幅度的提升。

图表2：华谊兄弟 2011 年电视剧计划

2011年	《追捕2》	547集	30
	《夫妻那点事》		30
	《钢魂》		30
	《娘2》		40
	《天下父母》		34
	《黑玫瑰白玫瑰》		32
	《圣天门口》		40
	《非诚勿扰》		30
	《远去的飞鹰》		30
	《莽林红杉》		34
	《大丽家的往事》		30
	《三八年那年》		30
	《谎言》		30
	《中国血》		30
	《追逃》		30
	《最后一枪》		32
	《秀秀的男人》		35

来源：国金证券研究所

- 考虑到电视剧与电影业务的营销投入存在巨大的差别，我们判断 2011 年的公司的营销费用将会有所下降。
- 目前公司拥有 12 个独立工作室，其中新近加盟的彭三源成为第十二个工作室的制片人。
 - 彭三源曾创作过《半路夫妻》、《亲兄热弟》、《人到四十》、《你是我兄弟》等热播剧的编剧；据悉，彭三源加盟华谊后的第一部电视剧《无贼》仍然是她擅长的现代情感题材，表现男人与男人之间的兄弟情义，但与《你是我兄弟》不同，《无贼》里的兄弟并无血缘关系，同时该片的电影版也在运作当中。

战略布局围绕内容----渠道----衍生品主线

战略规划明确，兼顾长期短期收益

- 公司的战略布局核心明确，始终围绕内容、渠道、衍生品进行战略布局，分别进入音乐、游戏、影院、文化旅游等业务板块，未来将继续推进其战略布局，公司多元化业务战略布局将奠定其长远发展的基础，业务协同性的逐步体现将大大提升公司的价值。
- 目前来看，相对稳定成熟的项目，如音乐、网游、手机游戏等，都有一定的业绩保证，不会对当期利润产生负面影响，同时也具备较大的长期价值；衍生领域目前来看，不论是电影内容和游戏的结合，还是文化城项目效益的体现，真正体现成效仍需要一定的时间以及不断的摸索。

电影院线：加强渠道控制力，提升内容价值

- 公司目前已建成投入运营的影院为 3 家（包括位于重庆百联上海城购物中心和重庆金源时代广场的影院及位于北京望京华彩商业中心的影院（参股）），在建影院为 2 家（包括位于武汉黄坡广场和合肥金源时代购物中心的影院）。公司利用自身的品牌优势拓展影院取得了良好的成效。通过开设影院延伸了公司的产业链，公司还将凭借雄厚的品牌优势、管理优势和资源整合能力，积极延伸产业链和价值链，拓展影院广告业务、品牌授权业务等影视娱乐相关业务，目前的影院运营还处于不断的探索当中，院线战略是公司未来业务的重要组成部分，加强对渠道的控制力有助于其内容制作、发行能力的进一步提升，未来公司有望介入独立制片电影的发行业务。

- 公司计划 2011 年开业影院 8 家，分别位于重庆、武汉、合肥、哈尔滨、沈阳、上海、咸宁、北京等城市。公司还将继续开发新项目，不排除与现有影院、院线公司洽谈合作。影院业务将逐步形成一定的规模，未来有望成为公司业务的一个长期稳定的增长点。
- 公司以 1 亿元参股上海星浩股权投资公司 3.7643% 的股权，布局房地产项目，结识了一批战略伙伴，对于其影院战略的长期发展将有重要意义。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.725、1.013、1.360 元，对应当前股价估值分别是 40、28、21 倍；
- 作为影视行业的龙头企业，公司凭借其业内领先的内容制作和营销能力，将充分分享影视剧行业的高增长，同时在产业链的整合、业务战略布局方面不断取得积极成效，向着综合性娱乐集团方向不断迈进，我们坚定看好公司的长期投资价值，维持公司“买入”投资评级，6-12 个月合理价值区间 33.6-36.2 元。

图表3：华谊兄弟盈利预测详表

(千元)	2006	2007	2008	2009	2010	2011F	2012F	2013F
营业总收入	124,347.90	234,778.65	409,346.80	604,137.67	1,071,730.5	1,235,548.2	1,723,937.6	1,995,560.5
电影	61,593.9	106,065.0	229,759.3	201,593.5	623,706.2	352,000.0	618,000.0	705,000.0
电视剧	24,075.8	82,773.9	107,589.3	279,911.4	323,400.0	646,400.0	785,000.0	890,000.0
艺人经纪及服务	38,678.2	27,939.7	70,027.5	124,489.6	124,250.6	150,125.7	191,559.7	218,574.6
其他业务收入		18,000.0	4,648.6	901.0	2,040.0	1,023.0	1,200.0	1,201.0
音乐&网游					15,647.0	60,000.0	77,000.0	99,000.0
影院					7,825.3	33,169.5	56,512.1	87,120.0
减：公司内抵消			2,677.8	5,081.7	25,138.6	7,170.0	5,334.1	5,335.1
营业总成本	104,419.66	181,344.35	322,162.47	499,828.56	890,229.55	937,289.03	1,306,933.75	1,440,496.73
营业成本	77,164.87	127,521.31	189,383.10	324,708.33	565,557.75	639,933.55	887,111.23	1,016,879.56
电影	32,169.0	68,988.6	111,497.0	109,233.1	321,832.4	181,984.0	321,360.0	363,075.0
电视剧	17,296.8	51,326.4	65,846.9	173,655.3	218,941.8	374,912.0	451,375.0	507,300.0
艺人经纪及服务	27,699.1	7,206.3	13,626.1	46,420.7	40,446.4	48,643.0	60,993.5	69,943.9
其他业务成本			38.5					
音乐&网游					4,927.2	27,000.0	37,350.0	47,650.0
影院					3,521.4	14,594.6	24,582.8	37,461.6
减：公司内抵消			1,625.3	4,600.8	24,111.4	7,200.0	8,550.0	8,550.9
营业税金及附加	4,720.1	9,044.2	15,053.8	26,411.9	33,535.8	39,537.5	55,166.0	63,857.9
营业税金及附加比率	3.80%	3.85%	3.68%	4.37%	3.13%	3.20%	3.20%	3.20%
主营业务利润	42,462.92	98,213.17	204,909.92	253,017.46	472,636.93	556,077.14	781,660.40	914,822.97
销售费用	14,318.4	26,744.9	63,136.2	88,322.0	232,032.6	185,332.2	258,590.6	269,400.7
销售费用率	11.51%	11.39%	15.42%	14.62%	21.65%	15.00%	15.00%	13.50%
管理费用	6,613.2	13,110.7	25,591.2	36,531.9	58,266.7	69,808.5	103,436.3	89,800.2
管理费用率	5.32%	5.58%	6.25%	6.05%	5.44%	5.65%	6.00%	4.50%
财务费用	903.06	3,447.71	9,005.44	10,456.91	(12,259.95)	(8,415.89)	(7,479.21)	(9,736.92)
资产减值损失	700.0	1,475.6	19,992.8	13,397.4	13,096.7	11,093.1	10,108.8	10,295.3
其他经营收益		0.00	-1,297.74	-2,717.09	1,034.90	13,000.00	17,000.00	20,000.00
投资净收益	32.73	0.00	(1,297.74)	(2,717.09)	1,034.90	13,000.00	17,000.00	20,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	(1,297.74)	(2,717.09)	1,034.90	13,000.00	17,000.00	20,000.00
营业利润	19,960.97	53,434.29	85,886.59	101,592.03	182,535.82	311,259.21	434,003.88	575,063.74
加：营业外收入	3,135.62	4,898.82	4,164.29	15,468.38	14,537.92	13,500.00	18,000.00	25,000.00
减：营业外支出	0.00	0.10	6,113.30	1,657.03	6,733.11	7,500.00	7,800.00	4,500.00
利润总额	23,096.59	58,333.02	83,937.57	115,403.38	190,340.63	317,259.21	444,203.88	595,563.74
减：所得税	(467.53)	88.46	15,873.04	31,427.79	40,330.38	69,797.03	97,724.85	131,024.02
实际所得税率	-2.02%	0.15%	18.91%	27.23%	21.19%	22.00%	22.00%	22.00%
净利润	23,564.11	58,244.56	68,064.54	83,975.59	150,010.25	247,462.18	346,479.03	464,539.72
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	(577.00)	804.33	4,000.00	6,000.00	7,600.00
归属于母公司所有者的净利润	23,564.11	58,244.56	68,064.54	84,552.59	149,205.91	243,462.18	340,479.03	456,939.72
增长		147.17%	16.86%	24.22%	76.47%	63.17%	39.85%	34.20%
完全摊薄后每股收益(元/股)	0.07	0.173	0.203	0.252	0.444	0.725	1.013	1.360

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	409	604	1,072	1,236	1,724	1,996
增长率		47.6%	77.4%	15.3%	39.5%	15.8%
主营业务成本	-189	-325	-566	-640	-887	-1,017
% 销售收入	46.3%	53.7%	52.8%	51.8%	51.5%	51.0%
毛利	220	279	506	596	837	979
% 销售收入	53.7%	46.3%	47.2%	48.2%	48.5%	49.0%
营业税金及附加	-15	-26	-34	-40	-55	-64
% 销售收入	3.7%	4.4%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
营业费用	-63	-88	-232	-185	-259	-269
% 销售收入	15.4%	14.6%	21.7%	15.0%	15.0%	13.5%
管理费用	-26	-37	-58	-70	-103	-90
% 销售收入	6.3%	6.0%	5.4%	5.7%	6.0%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	116	128	182	301	420	556
% 销售收入	28.4%	21.2%	17.0%	24.4%	24.3%	27.8%
财务费用	-9	-10	12	8	8	8
% 销售收入	2.2%	1.7%	-1.1%	-0.7%	-0.4%	-0.4%
资产减值损失	-20	-13	-13	-11	-9	-8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-3	1	13	17	20
% 税前利润	n.a	n.a	0.5%	4.1%	3.8%	3.4%
营业利润	86	102	183	311	435	575
营业利润率	21.0%	16.8%	17.0%	25.2%	25.2%	28.8%
营业外收支	-2	14	8	6	10	21
税前利润	84	115	190	317	445	596
利润率	20.5%	19.1%	17.8%	25.7%	25.8%	29.8%
所得税	-16	-31	-40	-70	-98	-131
所得税率	18.9%	27.2%	21.2%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	68	84	150	247	347	465
少数股东损益	0	-1	1	4	7	8
归属于母公司的净利润	68	85	149	243	340	457
净利率	16.6%	14.0%	13.9%	19.7%	19.7%	22.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	68	84	150	247	347	465
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	21	21	25	35	51	74
非经营收益	10	15	-13	-5	-27	-40
营运资金变动	-160	-68	-71	-623	-389	114
经营活动现金净流	-61	52	91	-346	-18	612
资本开支	-9	-8	-44	22	-84	-95
投资	-35	-18	-189	-150	0	0
其他	0	0	0	13	17	20
投资活动现金净流	-44	-26	-233	-115	-67	-75
股权募资	78	1,162	2	0	-32	0
债权募资	115	-160	-5	0	0	1
其他	-52	-38	-80	0	-67	-67
筹资活动现金净流	141	964	-83	0	-99	-66
现金净流量	36	990	-224	-460	-184	472

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	81	1,071	847	386	202	674
应收款项	187	205	477	630	878	724
存货	232	282	226	579	802	864
其他流动资产	26	102	111	66	91	104
流动资产	526	1,660	1,662	1,661	1,973	2,365
% 总资产	94.7%	97.0%	82.2%	78.7%	79.9%	81.4%
长期投资	15	11	193	343	342	342
固定资产	7	31	69	96	137	175
% 总资产	1.3%	1.8%	3.4%	4.6%	5.5%	6.0%
无形资产	5	7	84	9	17	23
非流动资产	29	51	360	450	497	542
% 总资产	5.3%	3.0%	17.8%	21.3%	20.1%	18.6%
资产总计	555	1,711	2,022	2,111	2,470	2,908
短期借款	165	5	0	0	0	0
应付款项	116	196	408	251	344	374
其他流动负债	26	26	44	110	127	136
流动负债	307	227	452	361	471	510
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	307	227	452	361	471	511
普通股股东权益	248	1,481	1,552	1,728	1,970	2,360
少数股东权益	0	3	18	22	29	37
负债股东权益合计	555	1,711	2,022	2,111	2,470	2,908

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.540	0.503	0.444	0.725	1.013	1.360
每股净资产	1.968	8.814	4.619	5.144	5.863	7.022
每股经营现金净流	-0.485	0.310	0.272	-1.029	-0.054	1.822
每股股利	0.000	0.300	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	27.44%	5.71%	9.61%	14.09%	17.28%	19.36%
总资产收益率	12.26%	4.94%	7.38%	11.53%	13.78%	15.71%
投入资本收益率	22.81%	6.26%	9.15%	13.41%	16.37%	18.08%
增长率						
主营业务收入增长率	74.35%	47.59%	77.40%	15.29%	39.53%	15.76%
EBIT增长率	99.09%	10.31%	42.27%	65.04%	39.44%	32.41%
净利润增长率	16.86%	24.22%	76.46%	63.18%	39.84%	34.20%
总资产增长率	74.86%	208.15%	18.20%	4.42%	17.00%	17.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	133.2	112.9	111.2	180.0	180.0	127.0
存货周转天数	326.4	288.8	164.0	330.0	330.0	310.0
应付账款周转天数	79.5	87.7	111.8	40.0	38.0	38.0
固定资产周转天数	6.2	18.6	23.4	28.1	28.7	31.7
偿债能力						
净负债/股东权益	33.95%	-71.82%	-53.91%	-22.06%	-10.12%	-28.08%
EBIT利息保障倍数	12.9	12.3	-14.9	-35.7	-55.6	-73.3
资产负债率	55.32%	13.25%	22.34%	17.09%	19.08%	17.59%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	3	7	10	11	24
买入	8	13	16	16	28
持有	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.73	1.68	1.65	1.63	1.63

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-06-22	买入	36.91	N/A
2 2010-07-16	买入	33.70	36.00 ~ 38.00
3 2010-08-19	买入	34.60	N/A
4 2010-10-27	买入	30.90	N/A
5 2010-12-14	买入	31.43	39.80 ~ 43.50
6 2011-02-20	买入	27.05	33.60 ~ 36.20
7 2011-02-24	买入	28.23	N/A
8 2011-03-11	买入	29.09	33.60 ~ 36.20

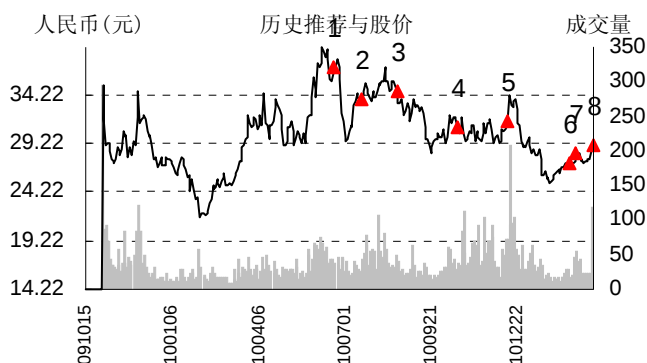
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室