

2009 年 04 月 03 日

长期竞争力评级：高于市场均值

市场数据

市场优化平均市盈率	20.60
沪深 300 指数	2576.40
上证指数	2425.29
深证成指	9300.92
中小板指数	3779.72

移动增值业务行业研究报告

——3G 带动下的移动增值业务投资

减持

持有

增持

投资要点

- **投资逻辑：**3G 牌照发放后，将加快移动增值业务快速增长，我们认为未来 3 年以上该市场将面临着复合 20% 以上增速增长。
 - ◆ 3G 技术扫除了数据业务的技术障碍，有利于数据业务快速成长。
 - ◆ 3G 牌照发放将深刻改变运营商营业收入结构，促使运营商加快数据业务发展。
 - ◆ 我国无线增值行业依然处在发展初期阶段；
 - ◆ 从日本市场经验来看，3G 牌照发放后推动移动增值业务快速发展，5 年复合增速高达 20%。
- **三大特征贯穿着未来我国移动增值业务市场发展。**
 - ◆ 我国移动增值业务市场处在发展初期，3G 将加快行业增长速度；
 - ◆ 行业竞争格局松散，为各个企业发展创造良好的空间；但运营商的强势导致企业长期发展存在瓶颈；
 - ◆ 在短期，内容提供（CP）与技术服务（SP）企业均有良好的发展，两类企业发展差异并不明显，但内容是企业的发展方向。
- **投资策略：**我们总结了行业短期、中期和长期的投资策略。目前，行业投资策略还集中在行业短期投资策略层面上，我们认为这一投资策略我们认为可以持续 2 年。因此，投资具有一定规模效应，拥有较多资源的企业。
 - ◆ **短期**由于 3G 仍在推广，各公司均拥有平等的发展机会；**中期**随着全 3G 数据业务推出，内容创新胜于技术创新，拥有较强的内容价值转化平台与内容资源的企业成长空间大；**长期**来看，3G 业务的成熟推动增值内容的新旧替代，拥有对特色内容垄断的企业才有更强的竞争力。
 - ◆ 目前，我国移动增值业务市场庞大，竞争格局松散；即便是规模最大的企业，其市占率也不超过 1%，因此，未来 3~5 年，市场依然可见企业间的竞争
- **投资标的：**推荐以“内容资源”见长的拓维信息与以“技术服务资源”见长的北纬通信；
 - ◆ 以“内容资源”见长是拓维信息的投资亮点，只要拓维成功将湖南经验在其它省份得以复制，其业绩必将超预期增长；
 - ◆ 拥有较好营销网络的北纬信息未来将借助其网络获得良好的增长，成为我们推荐其的重要理由；

程兵

(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

联系人：朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层（200011）

图表：行业重点公司情况

股票名称	收盘价	09EPS	EPS	10EPS	09PE	10PE	评级
	(元)	(元)	10%09	(元)			
拓维信息	33.17	1.257	27.02%	1.596	26.39	20.78	买入
北纬通信	17.57	0.534	23.96%	0.661	32.93	26.56	买入

来源：国金证券研究所整理

内容目录

投资快速增长的移动增值业务行业	4
3G 带动移动增值业务快速发展成为行业投资的逻辑基础	4
我国无线增值业务未来将经历两个阶段	7
运营商依旧是主导，竞争格局松散为移动增值业务企业带来发展机会	8
从日本增值业务发展来看中国行业发展：内容是最终方向	10
寻找具有一定规模优势与“资源优势”的企业	11
从空中网看 3G 牌照发放后的移动增值业务企业发展	11
行业投资策略	13
拥有一定规模与资源优势的企业是最佳投资标的	13

图表目录

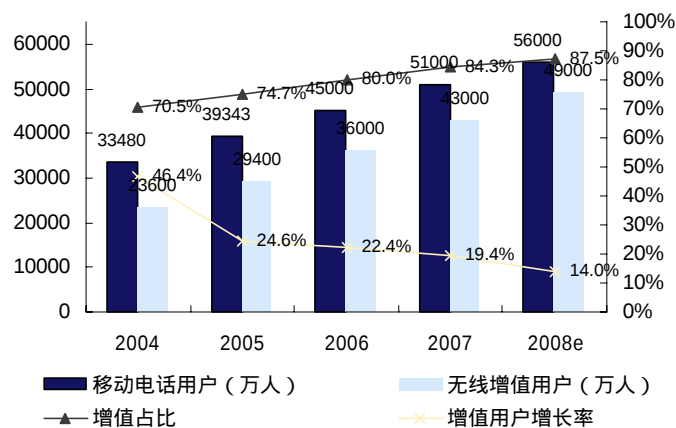
图表 1：无线增值用户规模及增长	4
图表 2：国内无线增值市场规模	4
图表 3：3G 解决了长期制约数据业务传输的带宽问题	4
图表 4：3G 推广将带来数据业务快速发展	5
图表 5：通信网络发展与手机用途变化	5
图表 6：我国移动通信发展趋势	6
图表 7：新兴增值业务将是拉动无线增值业务的重要动力	6
图表 8：我国无线增值行业 2007 年业务结构	6
图表 9：我国无线增值业务在运营商分布情况	6
图表 10：我国主要无线增值业务内容提供企业市占率情况	7
图表 11：日本无线增值市场规模	7
图表 12：NTT DoCoMo 公司 2G (mova) 与 3G (FOMA) 业务的 ARPU.....	7
图表 13：DoCoMo 业务发展情况	8
图表 14：移动增值服务产业链情况	9
图表 15：我国无线增值业务企业分析	9
图表 16：日本无线增值市场规模	10
图表 17：日本移动用户数量与增长率	10
图表 18：日本无线增值市场的分类（单位：亿日元）	10
图表 19：日本无线增值市场-付费内容分类键入	10
图表 20：各项付费内容的规模和增长率	11
图表 21：日本无线增值-商务市场分类（单位：亿日元）	11
图表 22：空中网收入与毛利率情况	12
图表 23：空中网主营业务结构	12
图表 24：空中网股价走势图	12
图表 25：移动增值行业不同时期不同的投资策略	13
图表 26：相关企业简要分析	14

投资快速增长的移动增值业务行业

3G 带动移动增值业务快速发展成为行业投资的逻辑基础

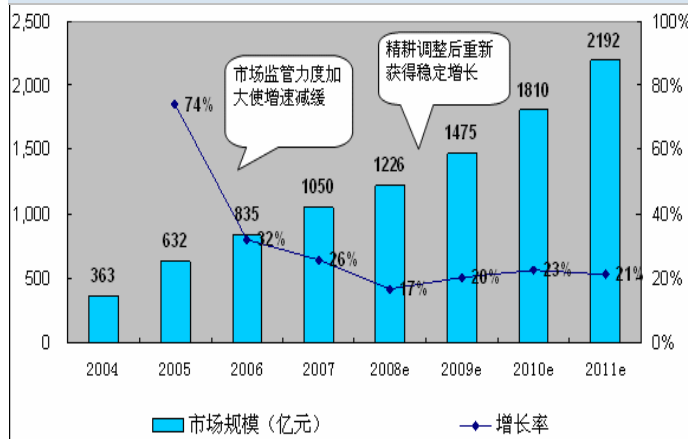
- 我们认为 3G 牌照发放后将加快无线增值业务市场发展，这种趋势可以持续 3~5 年，这是我们推荐该行业的重要逻辑；

图表1：无线增值用户规模及增长



来源：国金证券研究所

图表2：国内无线增值市场规模

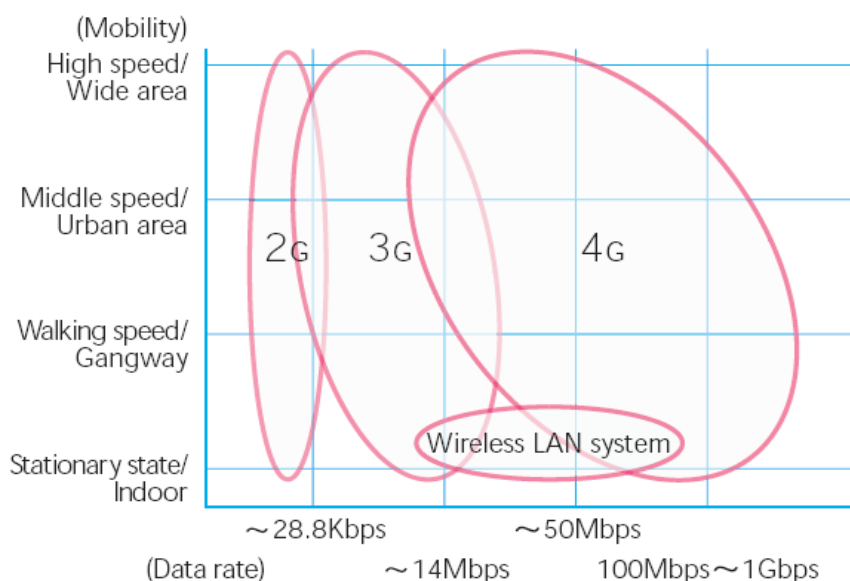


数据业务技术障碍被扫清

- 理由一：3G 解决了数据业务传输的带宽问题，解决了无线增值业务发展的技术障碍；
 - ◆ 基于 2G 时代 GSM 网络的 WAP 传输速率非常低，最高速率只有 9.6kbps，显然这样的上网速率是无法吸引用户使用的。对于 2.5G 的网络（例如中国移动在 2002 年 5 月推出的 GPRS 商用系统），其数据传输可以达到 53kbps。
 - ◆ 按照 3G 的建设标准，无线网络在室内、室外和行车的环境中能够分别支持至少 2Mbps、384kbps 以及 144kbps 的传输速度。

图表3：3G 解决了长期制约数据业务传输的带宽问题

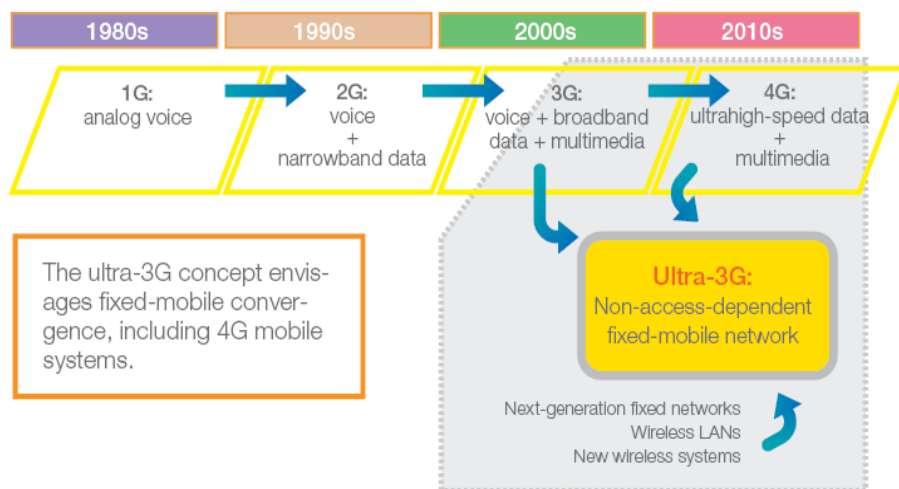
Development of Mobile Communication Technology



来源：国金证券研究所

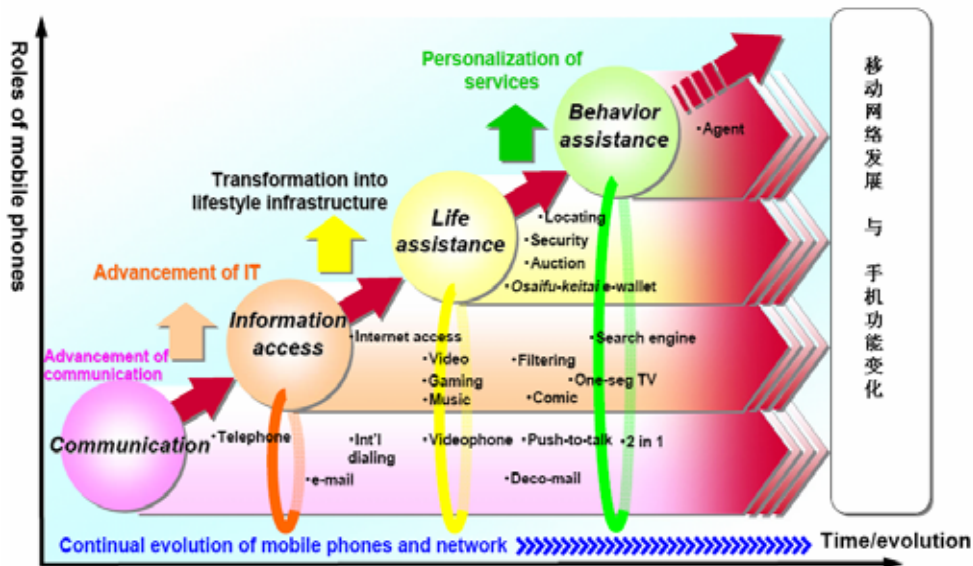
图表4：3G 推广将带来数据业务快速发展

The ultra-3G concept



来源：国金证券研究所

图表5：通信网络发展与手机用途变化

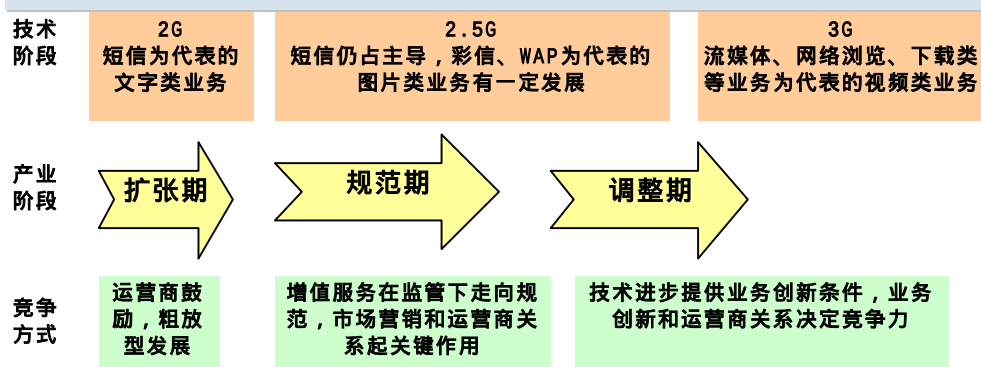


来源：国金证券研究所整理，来源：DoCoMo；

话费水平不断下降，推动运营商积极开拓增值业务

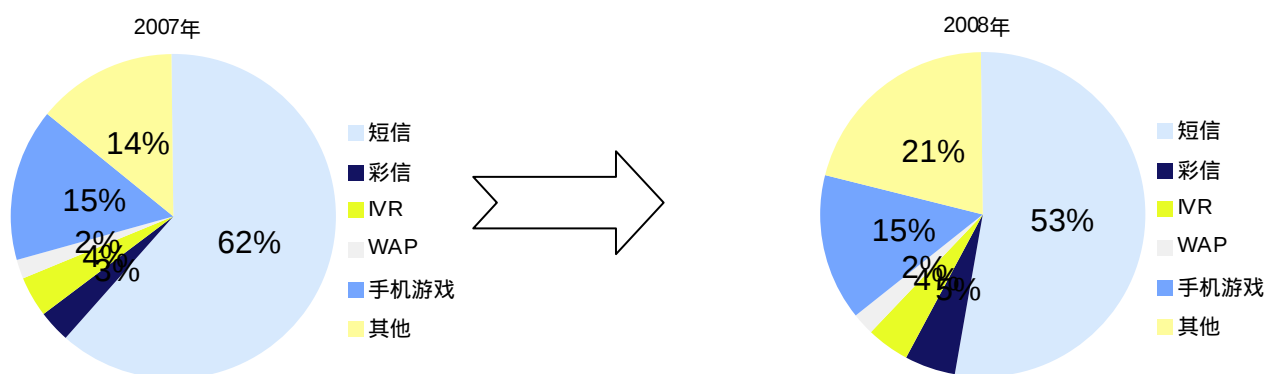
- 理由二：3G 改变了运营商的盈利结构，促使运营商加快推广无线增值业务来弥补语音业务资费的下降带来的冲击；
 - ◆ 随着手机技术和网络发展，手机的主要功能也在发生变化。其中，手机从通讯工具向信息媒介演化的最重要的推进力量就是手机可以对互联网进行访问；
 - ◆ 视频短信，视频短片等将彻底改变了用户对手机的体验程度，这也使得未来非文字短信类的增值业务获得了较大的生存空间，这完全得益于 3G 的数据传输速率将得到大大提升（方便了流媒体、网络浏览与上传下载等业务开展）；
 - ◆ 3G 的建成，将大大降低语音通话的成本，从而使得语音业务的价格下跌成为趋势，在目前移动通信普及率已高的背景下，运营商要维持其 ARPU 值不会下降，大力开展无线增值业务成为唯一举措；

图表6：我国移动通信发展趋势



来源：国金证券研究所整理；

图表7：新兴增值业务将是拉动无线增值业务的重要动力

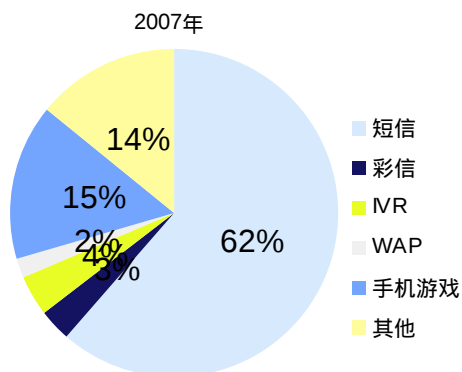


来源：国金证券研究所整理，元硕咨询数据库；

行业处在发展阶段，未来空间大

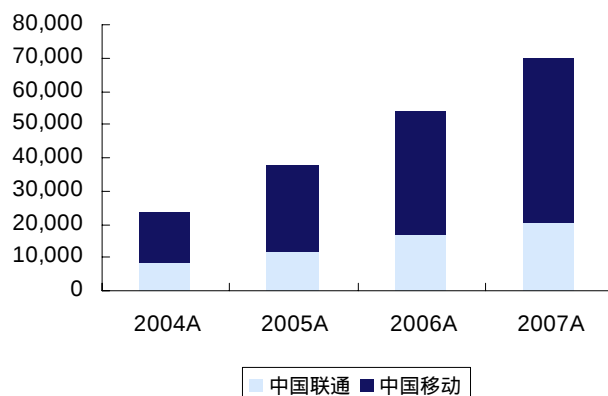
- 理由三：我们认为我国无线增值行业依然处在发展初期阶段；
 - 从业务结构来看，我国无线增值业务大部分还是来自手机短信收入；
 - 从目前移动增值业务的用户数量来看，在目前相对单一的业务结构下，我国无线增值业务用户数量一直保持着较快的增长；
 - 从运营商分布来看，中移动的强势导致了无线增值业务只能在运营商的主导下进行市场竞争（市场还在非充分竞争状态）；
 - 大部分企业占运营商增值业务比例很小，也削弱了这些企业与运营商的构建长期合作的能力；

图表8：我国无线增值行业 2007 年业务结构

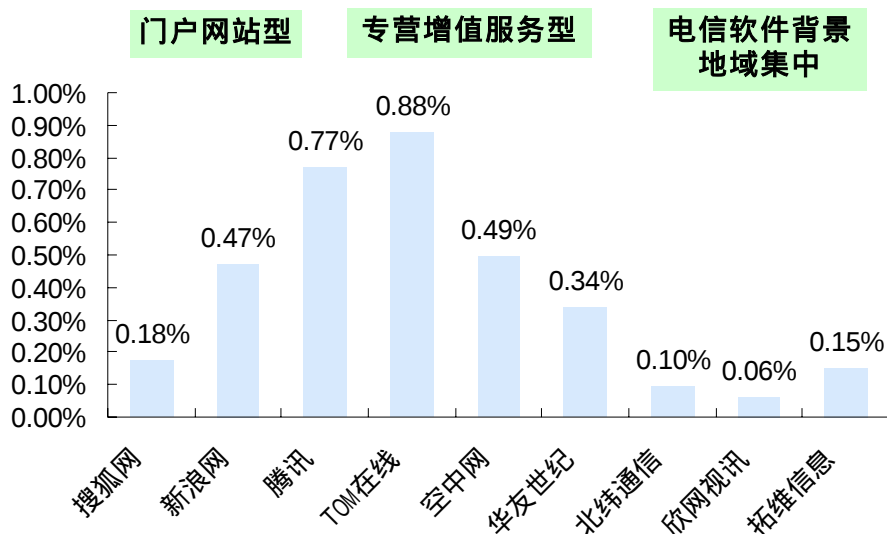


来源：国金证券研究所整理；

图表9：我国无线增值业务在运营商分布情况



图表10：我国主要无线增值业务内容提供企业市占率情况

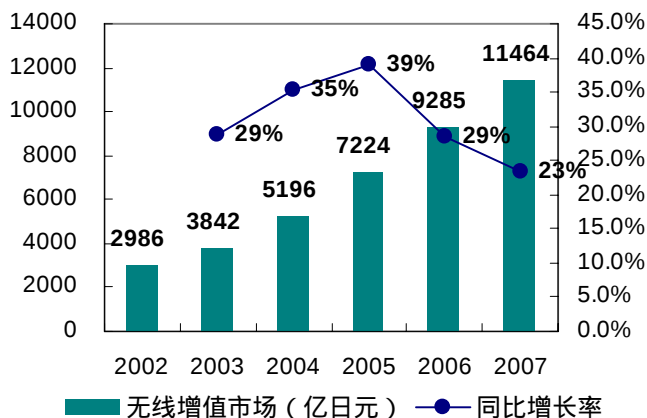


来源：国金证券研究所整理；

从日本经验看，未来 5 年
出现复合 30% 增长

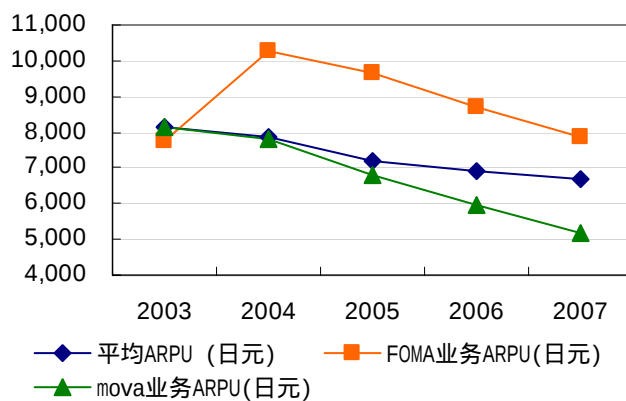
- 理由四：从日本经验来看，3G 牌照发放后，无线增值业务市场获得了 5 年复合 30% 以上的增长，我们认为这种情况在中国也将发生；
- ◆ 2001 年 10 月份日本 3G 商用业务正式开始运行，给日本无线增值市场的发展奠定了坚定的基础。根据日本内务与通信部的调查统计，2002--2007 年日本无线增值市场的收入的复合年增长率为 30.1%，2007 年达到 1.15 万亿日元。

图表11：日本无线增值市场规模



来源：国金证券研究所整理，来源：日本内务与通信部，公司年报

图表12：NTT DoCoMo 公司 2G (mova) 与 3G (FOMA) 业务的 ARPU



- 因此，我们有理由相信随着 3G 流媒体的流行，我国移动增值市场依然保持较快的增长，重现日本 3G 牌照发放后，移动增值业务市场的繁荣态势，这是我们推荐移动增值行业的重要逻辑；

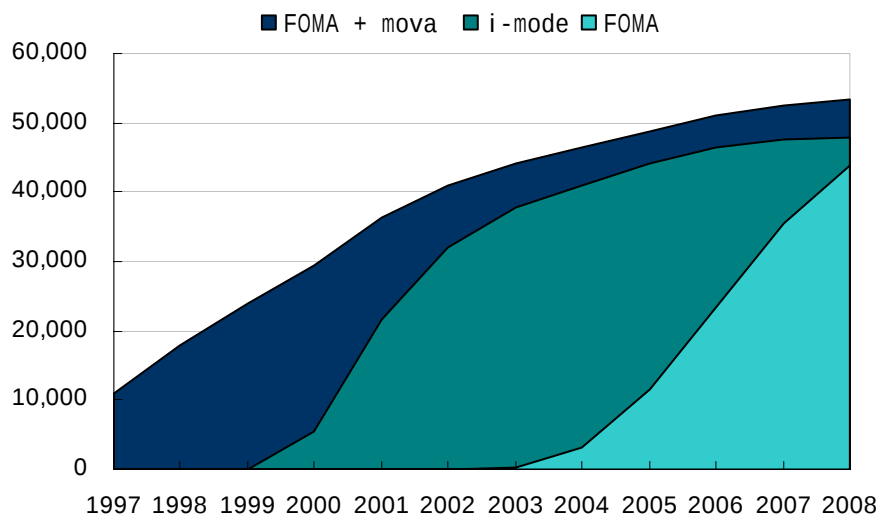
我国无线增值业务未来将经历两个阶段

我国移动增值业务需经历
2.5G 业务往 3G 的平移后，才
能出现全 3G 业务

- 我们认为我国无线增值业务市场会出现两个阶段，即：1、3G 推广前期，无线增值业务以 2.5G 业务往 3G 的平移期，2、3G 推广成功后，全 3G 业务的推广；

- 这是因为：移动客户的黏性与可分类性决定了新业务推广必须综合考虑不同地区不同类群人的消费偏好，贸然上新产品恐出现推广不利的局面；
 - ◆ 移动通信网络与互联网不同，其具有客户黏性较强，客户群容易分类的特点，这决定了新业务的推广需要符合这些用户的偏好；因此，这也导致了运营商在推广新业务将采取渐进方式进行；
 - ◆ 在我国，移动增值业务落地在各省公司进行，因此，区域的文化差异也是新的无线增值业务开发过程中需要考虑的；
- 从运营商角度来考虑，目前在 2.5G 通信平台的移动增值业务已初具规模，这也为无线增值业务的平台平移带来了良好的基础。
 - ◆ 显然，这种方式是最有效，风险最低的。
- 从日本无线增值业务发展历程来看，日本 3G 牌照发放后，也经历了 **3G 用户推广与全 3G 业务推出**，这样两个阶段。
 - ◆ NTT DoCoMo 是日本最大的移动运营商，其用户有 5339 万，在日本手机用户的市场份额达 52.0%。早在 1999 年 2 月，DoCoMo 便推出了其无线互联网服务 i-mode，使手机用户以低廉的费用上网，2002 年 3 月 i-mode 的订户达到了 3216 万，占其全部用户的 78.4%。可以看到，在 2001 年 10 月推出 3G 业务 FOMA 以前，无线互联网服务已经达到了相当高的普及率。

图表13：DoCoMo 业务发展情况



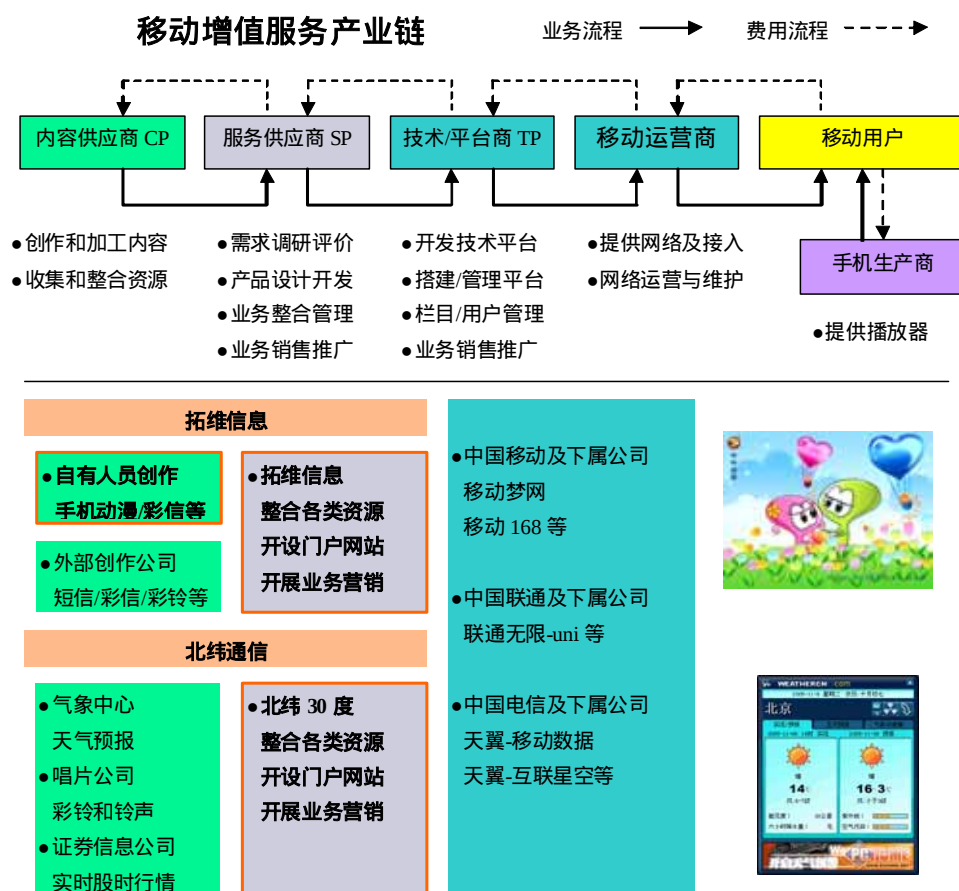
来源：国金证券研究所

运营商依旧是主导，竞争格局松散为移动增值业务企业带来发展机会

运营商依然是主导力量，3G 提升非短信类增值业务的吸引力

- 移动增值业务产业链一般分为内容提供商（CP）、服务提供商（SP）、网络运营商三个环节，在我国，运营商由于其对网络的垄断性，成为行业的主导者；
 - ◆ 一项增值业务的完成的流程可简单描述为，内容提供商提供可供下载的内容，由服务提供商完成产品的应用开发，然后通过网络进行待接入，用户通过手机终端与网络运营商完成内容下载交易；由此产生的收入由内容提供商、服务提供商和网络运营商三家分成；
 - ◆ 从目前来看，内容提供商和服务提供商已经开始日渐融合，未来内容提供商与服务提供商将共同出现；

图表14：移动增值服务产业链情况



来源：国金证券研究所

- 我国移动增值业务市场竞争格局十分松散，这为这些企业发展创造良好的条件。
- ◆ 这种松散体现在各个企业收入的市占率上，大部分企业市占率均十分低下（图表 10）。

图表15：我国无线增值业务企业分析

单位：百万元人民币	2004年	2005年	2006年	2007年	主要特点
搜狐网	316.68	229.07	267.25	205.43	利用门户网站优势，全面开展无线增值业务，特色有英语学习短信、中小企业增值服务；曾多次通过并购进行业务调整和拓展。
新浪网	1078.37	853.21	707.66	549.90	利用门户网站优势，提供新闻短信、彩信、WAP、无线游戏等服务；自2005年以来无线增值市场的监管逐渐加强使收入逐年下降。
腾讯	641.19	517.27	700.11	807.60	与QQ密切结合提供聊天、游戏、资讯等服务；2005年因与中国移动的161移动聊天分成安排终止和彩信收费政策改变而收入减少，2007年的收入增长来自于打包短信服务。
TOM在线	941.82	1317.17	1250.55	919.00	提供的无线资讯互动和短信等服务在国内领先，注重资讯服务的渠道资源；2006年和2007年因市场监管和中国移动的政策调整等收入持续下降。
空中网	417.33	676.45	875.51	577.33	彩信、WAP（如NBA手机官方网站）等产品优势明显，注重与媒体和中国移动合作；目前继续对WAP、无线广告等加大投入进行战略布局。
华友世纪	375.61	487.75	512.59	396.96	提供电话铃声和图片下载、游戏、社区、娱乐服务等；2007年因政策调整营业收入下降，通过收购进入产业链上游，转型成为娱乐内容制造及分销商。
北纬通信	70.32	91.24	110.85	103.20	依托电信软件业的经验和与电信运营商的合作背景，全面提供移动168短信、IVR、彩铃、彩信等无线增值服务。
欣网视讯	13.42	23.54	45.75	75.33	依托电信软件业的经验和与电信运营商的合作背景，提供短信、彩信、彩铃等无线增值服务，业务集中在江苏和上海。
拓维信息	13.79	48.66	91.85	159.38	依托电信软件业的经验和与电信运营商的合作背景，开展短信、彩信、IVR、WAP等无线增值业务，在手机动漫领域处于领先地位，业务从湖南往全国开拓较快。

来源：国金证券研究所整理

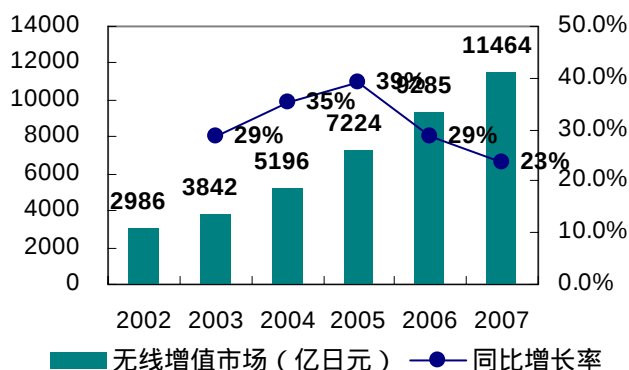
- ◆ 这种松散还体现在各个企业的主营业务上，大部分企业业务均有较大的差异性。

从日本增值业务发展来看中国行业发展：内容是最终方向

内容才是最终方向

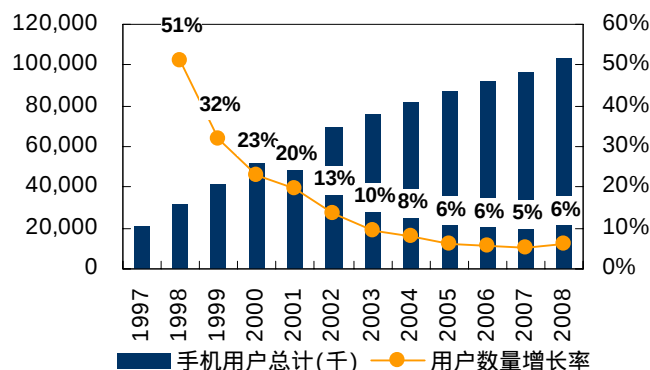
- 3G 商用网络的建成推动日本移动增值业务市场快速发展。
- ◆ 3G 商用网络的建成，给日本无线增值市场的发展奠定了坚实的基础。根据日本内务与通信部的调查统计，2002--2007 年日本移动增值市场的收入的复合年增长率为 30.1%，2007 年达到 1.15 万亿日元。

图表16：日本无线增值市场规模



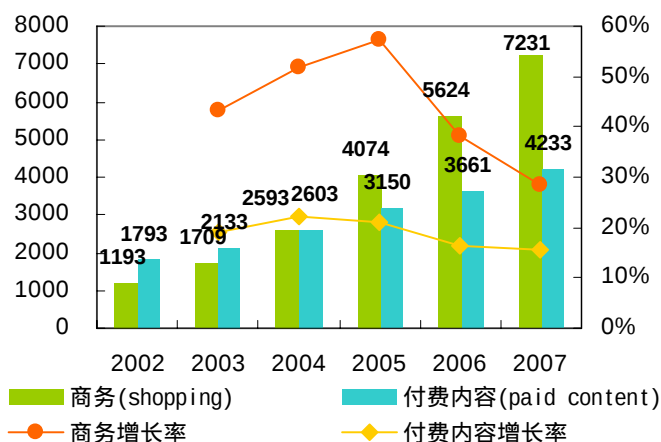
来源：国金证券研究所整理，来源：日本内务与通信部

图表17：日本移动用户数量与增长率



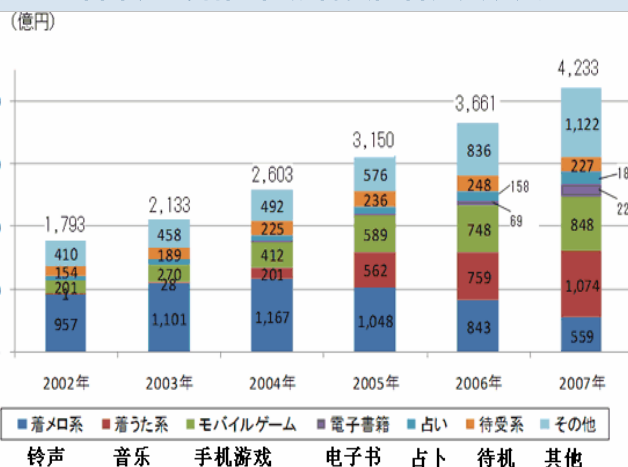
- 从业务结构来分析，移动商务 (shopping) 和付费内容 (paid content) 构成市场主体，其中内容是整个市场的核心。
- ◆ 日本内务与通信部调查显示，移动商务一直保持着比付费内容更快的增长，两者的规模从 02 年的 0.66 比 1 变成了 07 年的 1.71 比 1。
- ◆ 移动商务包括销售、服务和交易 3 个部分，2007 分别达到 3292 亿、2708 亿和 1231 亿日元，同比增长 27.5%、40.5%和 10.6%。受电影和各类活动售票、旅游订票、飞机和火车售票、股票交易和网络拍卖的激增，2007 年移动商务市场达到 7231 亿日元，比上年增长 29%；
- ◆ 付费内容市场增长较缓，2007 年为 4233 亿日元，较上年增长 16%。

图表18：日本无线增值市场的分类 (单位：亿日元)



来源：国金证券研究所整理，来源：日本内务与通信部

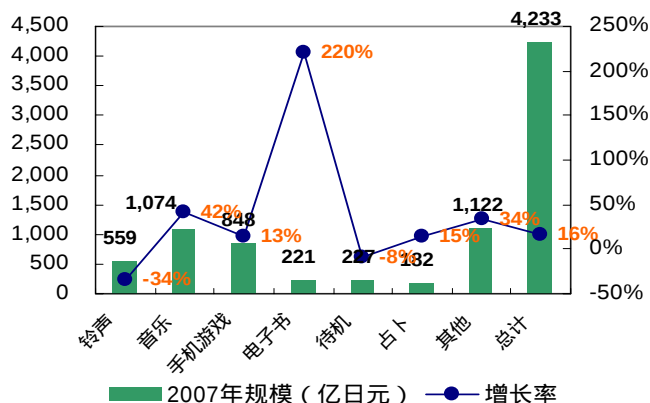
图表19：日本无线增值市场-付费内容分类键入



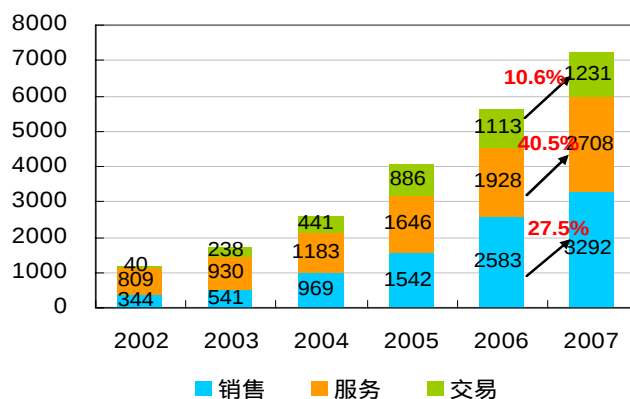
- 在付费内容方面，高保真音乐服务构成了整体市场的主体，并与电子书籍是增长最快的部分。电子书籍推动力主要来自手机动漫。

- ◆ 就服务内容而言，日本内务与通信部将手机增值服务分为 6 类，其中规模最大的是高保真音乐服务，2007 年规模为 1.1 万亿日元。
- ◆ 随着越来越多的手机内置音乐播放器，用户购买并下载更多的音乐至手机，该市场规模比 2006 年增长 42%。不过，随着高保真音乐服务市场的增长，手机铃声下载开始出现下滑；
- ◆ 手机游戏市场仍然在增长，但增速有所放缓，2007 年增长 13%；电子书籍则是增长最快的部分，2007 年增长达到 221 亿日元，同比增长 220%，其中手机漫画是其增长主要推动力。

图表20：各项付费内容的规模和增长率



图表21：日本无线增值-商务市场分类（单位：亿日元）



来源：国金证券研究所整理，来源：日本内务与通信部；

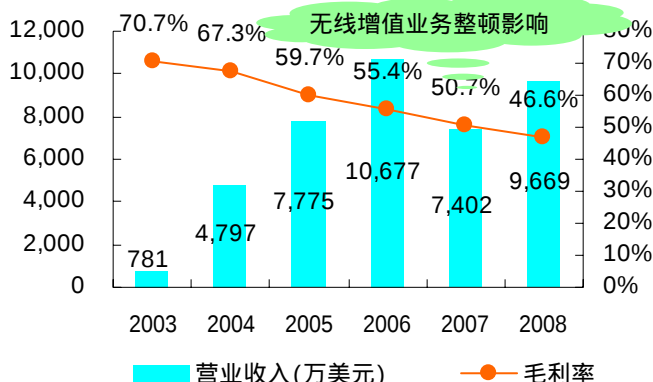
寻找具有一定规模优势与“资源优势”的企业

从空中网看 3G 牌照发放后的移动增值业务企业发展

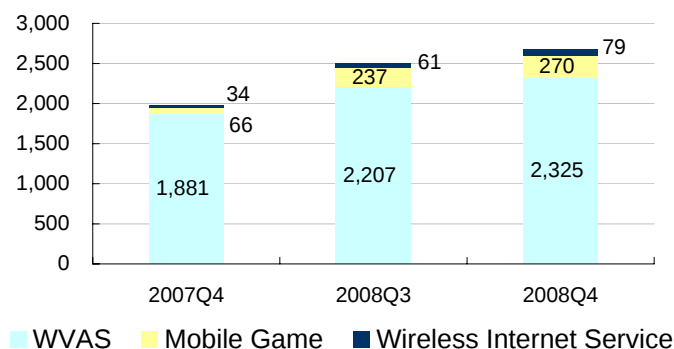
运营商强势导致增值业务企业成长空间有顶，特色内容垄断才是企业最核心价值

- 空中网是一家在美国 NASDAQ 上市的中国企业，主营移动增值业务和无线互联网业务。空中网伴随着我国在 2.5G 下移动增值业务的发展而发展，成为研究 3G 背景下移动增值业务企业的重要参考。
- 其发展历程可以分为三段：
 - ◆ 从成立至 2006 年 Q2：随着国内移动增值业务的快速增长，拥有先发者竞争优势的空中网，2004-2006 年营业收入保持着复合接近 50% 的快速增长。而毛利率则随着行业整体趋势下滑。
 - ◆ 2006 年 Q2 至 2007 年 Q2：国内加大了对无线增值业务的整顿，空中网的营业收入呈逐季下滑，2007 年 Q2 单季的营业收入只相当于原来峰值的一半。空中网加大与传统媒体和中国移动的合作，并加大了在 WAP、彩信等业务含金量更高的领域的投入。
 - ◆ 2007 年 Q3 至今，随着业务结构的提升与对特色内容的垄断（如 NBA 资讯），空中网摆脱了行业整顿的负面影响，营业收入逐季提升，并且毛利率稳定中有增。2008 年以来，无线互联网业务和手机游戏业务成为新的增长点，其中手机游戏业务占 2008 年 Q4 全部收入的比重超过了 10%。

图表22：空中网收入与毛利率情况



图表23：空中网主营业务结构



来源：国金证券研究所

- 从空中网的发展历程来看，我们建议投资者关注两个要点：1、面对运营商强势的发展瓶颈；2、对特色内容的垄断才能形成更强的竞争力。
 - ◆ 06 年下半年对移动增值业务市场规范整顿更多的是运营商通过自身强势地位对移动增值市场的再整顿，打散竞争格局，创造更有利于运营商的市场格局（06 年上半年多家相关企业取得了 1 亿美元的收入）。
 - ◆ 并不是所有的内容都可以推倒重来，在某些特色内容领域，例如空中网与 NBA 合作的内容资讯方面，可以形成较好的垄断壁垒，这种壁垒不仅提升了企业的竞争力，更提升了其与运营商的谈判能力。这也势必是未来企业的发展方向。
- 从空中网的股价来看，在 06 年之前，受惠于移动增值业务市场快速增长，空中网股价获得了三年 2.5 倍的涨幅。然而，自从我国大陆移动增值业务市场整顿开始，其股价一落千丈。随着企业业务的逐步改善，特别是拥有特色的内容提供，加之其股票回购计划的实施，推动股价重新上行。

图表24：空中网股价走势图



来源：国金证券研究所

行业投资策略

- 我们行业投资策略分为短期、中期和长期三大部分，各个时期投资策略与对行业认识程度也有所不同，这点我们建议投资者注意。
- **行业短期投资策略：**我们建议投资者不需要刻意关注行业的产业链环节区别，产业链相关企业均有良好的投资价值。
 - ◆ 这是因为，3G 移动增值业务市场依然处在发展初期，整个行业正面临着转型过程（我们认为这个过程需要 2 年时间），因此，不论是“内容（CP）”，还是“技术服务（SP）”企业，**发展机会均等，没有太大的差异。**
 - ◆ 这还因为，这些企业均还不能在相应的领域拥有较强的竞争优势，同时，业务的转化成本低，虽然，内容是最终发展方向，但即使目前没有太多内容优势的企业未来也可以顺利实现内容的优势。
- **行业中期投资策略：**我们建议投资者关注拥有较多内容资源与较强的内容价值转化平台的企业。
 - ◆ 随着 3G 推广的逐渐完成，全 3G 业务将会推出。此时对企业来说，内容创新要比技术创新更加重要，企业必须进行模式的转型。因此，拥有较多的内容资源或者拥有较强的内容价值转化平台对企业转型至关重要。
 - ◆ 这是因为，全 3G 业务的增长更多来自于内容的丰富（这点可以参考日本经验）；而内容价值转化平台可以增强企业对内容资源的吸引能力，从而推动企业在内容资源方面的积累。
- **行业长期投资策略：**寻找拥有对特色内容垄断的企业，寻找创新能力强的企业。
 - ◆ 在 3G 进入成熟化的行业阶段，“新旧内容替换”成为移动增值业务市场最大特征；整体来看，移动增值业务市场将出现平稳增长态势，但由于新旧内容的替换，使得部分企业将会出现业绩高速增长，而这些企业就是能否在内容实现创新的企业。
 - ◆ 因此，只有对特色内容垄断的企业才能保证其市场并不会因市场的特性而出现业绩波动，同时对内容的垄断也能保证其顺利完成各项内容的创新，获得新的业绩增长点。

图表25：移动增值行业不同时期不同的投资策略

投资时期	投资策略
短期	各大企业发展机会均等，CP、SP等见长企业区别不大。可持续2年
中期	关注拥有较多内容资源与较强的内容价值转化平台的企业。
长期	寻找拥有对特色内容垄断的企业，寻找创新能力强的企业。

来源：国金证券研究所整理

- 目前，我们的行业投资策略还集中在**行业短期投资策略**层面上，我们认为这一投资策略我们认为可以持续 2 年。
 - ◆ 这是由我国 3G 牌照刚发不久，用户推广到能够实施全 3G 业务层面还需要 2 年时间来决定的。

拥有一定规模与资源优势的企业是最佳投资标的

- 因此，对于目前移动增值业务企业的投资，短期应当选取具有一定规模与资源优势的企业作为标的，但需要关注未来发展的瓶颈。
 - ◆ 短期来看，我们没有必要用“技术服务”与“内容提供”来对企业价值进行划分。在 3G 带动下巨大的移动增值市场来说，企业选择做“内

容”还是“技术”更多要看当地移动增值业务的发展情况。短期内，这种切换并不存在很大的困难。

- 因此，移动增值内容提供商与服务提供商成为投资移动增值业务行业最佳标的。我们将 A 股上市的**拓维信息**与**北纬通信**均纳入我们行业投资的选择，这种选择并不分排名。
 - ◆ 3G 背景下，我国移动增值业务市场依然处在发展初级阶段，市场竞争格局十分松散，因此，公司可以根据自身优势在细分市场获得发展，并不会出现多家竞争的态势。
 - ◆ 短期来看，我们认为未来 3~5 年内，各大内容增值企业均不会出现全面直接竞争的格局，企业只要具有一定的规模优势并有自身特色的资源优势就可以获得较快的发展；

图表26：相关企业简要分析

公司	竞争优势
拓维信息	拥有较好的内容价值转化平台，汇聚了较多的内容资源。拥有较强的资源。
北纬通信	以技术见长的公司，具有较强的全网业务开拓能力。拥有较强的营销网络。

来源：国金证券研究所整理

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%以上；
 持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
 减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

首页三类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于行业基本面，评判未来两年后行业综合竞争力与全市场所有行业均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化平均市盈率中，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。

市场优化平均市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。