



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦
证券研究报告

2011年3月16日

互联网

研究部

金宇

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080207070053

jinyu@cicc.com.cn

手机游戏: 移动互联网第一桶金

移动互联网深度研究之五

手机游戏: 移动互联网第一桶金。

手机游戏是基于移动设备开发的游戏,分为单机游戏和联网游戏。我们预计手机游戏未来3年复合增长率超过50%,2013年手机游戏产业规模有望超过50亿元。移动网络宽带化,终端智能化和用户年轻化构成手机游戏发展的基石,而产业融合推动大型互联网企业规模进入,开发能力和分发效率提升有望成为手游高速发展的催化剂。

手游四大趋势: 与网游和而不同

- ▶ **单机和联网手游并存。**手机游戏用户群、消费模式和PC网游差异明显,支付方式更为便捷,单机游戏将长期存在。手机网游则会随终端(如iPad)操控体验,网速和移动社区规模的提升实现更快成长。
- ▶ **盈利模式清晰,提升用户体验是关键。**手游以下载和道具收费为主的前向收费模式已相对成熟。提升用户体验将主要体现在丰富游戏类型,玩法和界面,提升对不同网速,不同终端和不同操作系统的适配能力。
- ▶ **平台之争激烈。**手游平台之争将主要在巨头间展开,包括App store, Android market, 运营商应用商店, 腾讯无线, 百度应用开放平台。移动互联网企业UCWEB、当乐网和斯凯网络依托先发优势,也有一定的机会。
- ▶ **内容从分散走向集中。**手游行业发展初期将呈现内容分散化特征。当平台格局相对稳定时,具有跨平台匹配、运营和规模研发能力的手游厂商有望迅速做大做强。内容环节集中度提高,议价能力提升。

手机音乐: 渠道为王, 期待创新

手机音乐主要由运营商主导,盈利模式以彩铃和铃音为主。由于缺乏版权保护,海外的内容分销模式在中国难以复制。随着移动互联网的发展,腾讯、百度和新浪互联网企业加快向手机音乐渗透,有望结合会员、社区、互动营销等方式等打造新的业务模式。

投资建议: 看好腾讯、新浪和百度。

腾讯: 推荐, 目标价 255 港元。腾讯是中国最大的互联网社区/平台,也是最大的网游运营商和无线 SP。在移动互联网时代,依托平台优势,公司将在手机娱乐(游戏/音乐)领域处于领先地位。

新浪: 推荐, 目标价 104 美元。作为中国领先的 SP 之一,新浪在无线端有较为丰富的运营经验,对手机游戏的研发和运营投入较早。通过开放平台,新浪微博也有机会成为手机娱乐产品(游戏/音乐)的主要分发平台之一。

百度: 推荐, 目标价 142 美元。百度网游行业的参与度不高。但依托在搜索引擎市场的领先地位,借力百度应用开放平台,无论是在PC端还是手机端,百度的内容/应用分发能力有望大幅提升。

海外互联网企业,可重点关注网易(游戏自主研发能力强,加大无线领域投资)、盛大(盛大无线:独立的运营平台)、空中网(手游领导企业)网龙(网游开发经验+91手机助手)、九城(移动游戏社交平台 OpenFeint 引入中国市场)和斯凯网络(在非智能手机领域具有领先优势)。A 股重点关注转型手机游戏的北纬通信和投资手机游戏的华谊兄弟和博瑞传播。手机音乐可以关注港股的 A8 音乐。

投资风险: 产品风险; 政策监管风险

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1：中金重点研究互联网/媒体股票池（2011-03-16）

公司	币种	股价	市值	评级	Non-GAAP PE			PB			EV/EBITDA		
		11-3-16	(百万)		10E	11E	12E	10E	11E	12E	10E	11E	12E
互联网													
腾讯	HKD	216.8	398,130	推荐	40.3	29.8	24.0	15.8	10.7	7.6	31.7	24.0	19.5
阿里巴巴	HKD	14.4	72,736	中性	35.1	26.9	20.1	5.2	4.0	3.3	30.7	22.6	17.8
百度	USD	122.2	43,053	推荐	77.9	47.4	31.8	33.5	19.6	12.1	58.9	36.4	24.4
携程	USD	38.3	5,219	审慎推荐	30.1	24.9	19.4	6.5	5.2	4.1	30.3	25.4	20.4
新浪	USD	91.4	5,643	推荐	53.3	51.9	35.1	4.9	4.5	4.0	48.1	44.8	29.3
传媒-H股													
凤凰卫视	HKD	2.8	14,167	中性	31.9	22.7	18.3	6.1	5.2	4.2	21.2	14.1	11.6
白马媒体	HKD	5.0	2,619	中性	16.8	14.6	12.4	1.0	0.9	0.8	6.1	7.7	6.7
传媒-A股													
有线网络-运营商													
歌华有线	CNY	12.6	13,361	审慎推荐	33.8	55.4	39.9	2.7	2.7	2.6	16.9	15.3	13.9
天威视讯	CNY	23.4	6,234	审慎推荐	70.0	41.6	44.5	4.8	4.4	4.0	18.1	16.5	16.9
广电网络	CNY	9.6	5,381	中性	55.9	52.4	49.5	4.2	4.0	3.8	17.3	16.7	15.0
电广传媒	CNY	24.4	9,916	中性	79.6	70.1	62.0	4.8	4.5	4.2	31.0	28.0	25.3
图书出版 & 发行													
时代出版	CNY	16.8	7,069	推荐	26.0	23.9	22.4	3.1	2.8	2.5	21.9	18.9	16.2
出版传媒	CNY	9.9	5,454	中性	40.3	37.0	35.2	3.4	3.2	2.9	49.1	39.7	36.0
皖新传媒	CNY	13.3	12,130	中性	40.2	34.2	28.4	3.7	3.3	3.0	24.5	20.9	16.5
报纸													
博瑞传播	CNY	17.5	10,752	推荐	33.9	27.5	24.9	6.6	5.5	4.5	22.6	17.0	14.7
新华传媒	CNY	7.7	8,056	中性	38.5	29.8	30.0	3.3	2.9	2.7	25.4	17.8	16.7
华闻传媒	CNY	5.7	7,726	中性	41.8	37.7	35.3	3.2	3.0	2.9	16.6	12.4	10.8
广告代理/公关/促销													
中视传媒	CNY	14.6	4,842	中性	40.6	36.3	34.7	4.7	4.3	3.9	24.0	20.3	17.6
北巴传媒	CNY	10.5	4,250	推荐	29.9	25.0	20.6	3.7	3.3	2.8	14.9	12.8	10.8
省广股份	CNY	48.2	3,969	中性	58.6	41.9	34.8	3.9	3.6	3.4	35.3	26.8	21.1
动漫 & 影视													
奥飞动漫	CNY	31.1	7,951	中性	70.6	54.2	43.6	6.2	5.7	5.1	61.0	43.6	32.3
华谊兄弟	CNY	27.9	9,384	中性	62.9	46.2	31.1	6.0	5.5	4.8	44.0	36.0	23.1
互联网 & 新媒体													
拓维信息	CNY	36.2	5,263	审慎推荐	46.1	37.4	26.1	7.5	6.4	5.3	37.1	32.1	23.9
北纬通信	CNY	38.4	2,902	中性	65.9	55.1	35.8	7.1	6.5	5.7	56.1	39.1	28.9
焦点科技	CNY	69.3	8,144	中性	57.6	44.2	38.5	5.0	4.5	4.1	47.7	33.9	28.2
东方财富	CNY	46.3	6,479	推荐	79.5	58.2	46.5	4.0	3.8	3.5	82.5	66.5	44.1
乐视网	CNY	63.5	6,348	中性	90.3	63.3	47.4	6.4	5.9	5.4	43.9	30.4	22.3
综合													
中信国安	CNY	12.4	19,474	中性	58.7	49.2	47.8	3.3	3.2	3.0	57.5	56.1	50.9
东方明珠	CNY	8.5	27,211	中性	52.0	49.1	49.4	3.4	3.3	3.2	36.2	32.8	32.4

资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部

图表 2：近期研究报告

2010-03-14：移动互联网系列研究之四，移动基础应用：巨头间的战争

2010-03-08：移动互联网系列研究之三，日/韩、美、中国移动互联网对比研究：同样的精彩，别样的江湖

2011-03-03：新浪微博投资聚焦：不是结束，而是开始

2010-09-28：移动互联网系列研究之二，移动广告方兴未艾

2010-09-21：移动互联网系列研究之一，移动互联网投资策略：用户为王，决胜生态系

目录

手机游戏：移动互联网第一桶金	5
手机游戏产业将高速增长	5
手机游戏驱动因素全面改善	7
手机游戏产业四大发展趋势	10
单机和联网手游长期并存	10
盈利模式清晰，创新和提升用户体验是关键	12
平台之争：多元化博弈	16
内容从分散走向集中	19
手机音乐：渠道为王，期待创新	21
渠道为王	21
期待创新	21
腾讯 (700.HK)：推荐	24
新浪 (SINA.US)：推荐	26
百度 (BIDU.US)：推荐	28

图表

图表 1：中金重点研究互联网/媒体股票池（2011-03-16）	2
图表 2：近期研究报告	2
图表 3：手机游戏分类	5
图表 4：全球范围内，手机游戏在手机娱乐应用中发展最快（2004~2012）	5
图表 5：手机游戏是中国移动互联网用户使用和付费比例最高的应用	6
图表 6：全球和中国手机游戏市场规模（2007~2012）	6
图表 7：中国手机游戏占移动增值业务比例不断上升（2009~2010Q2）	7
图表 8：中国手机游戏和手机网游用户规模	7
图表 9：中国智能手机价格变化和不同价格区间出货量分布（2003~2009）	8
图表 10：中国互联网用户/移动用户/3G 用户/移动互联网用户规模（2000~2010Q2）	8
图表 11：手机网游用户认为 3G 可以改善现有的游戏体验	8
图表 12：中国移动互联网用户比较年轻	9
图表 13：各大厂商抢滩手机游戏	9
图表 14：手机单机游戏仍然是市场和用户的主要选择	10
图表 15：手机游戏用户收入和职业分布	11
图表 16：手机单机游戏更适合在碎片化时间进行	11
图表 17：手机网游用户流量使用和资费支出情况	12
图表 18：手机网游向着轻网游的方向发展（左图：网游用户喜好，右图：融合了 MMOG 和 SNS 的“摩游记”） ..	12
图表 19：手机单机游戏用户付费意愿和接受的收费方式	13
图表 20：手机单机游戏用户消费情况和接受的游戏价格	13
图表 21：手机网游用户对支付和收费方式的不同方式喜好	14
图表 22：游戏内嵌广告的盈利模式	14
图表 23：游戏体验是用户选择或者放弃手机游戏的原因	15
图表 24：更多新的游戏玩法（重力感应游戏）	15
图表 25：手机游戏需要适配不同的终端类型和操作系统	15
图表 26：不同移动通信系统的上网速率对比	15
图表 27：手机游戏产业链分析	16
图表 28：中国移动手机游戏业务收入（2006~2010）	17
图表 29：中国移动手机游戏渠道资源丰富	17
图表 30：Iphone 的 10 大热门应用中多数都是游戏（游戏网站为红色高亮，截止 2010-08）	17
图表 31：丰富的游戏应用为应用商店提升了人气（App Store 和 Android Market）	18
图表 32：互联网厂商的交叉销售和游戏推广平台（Qzone 和百度应用平台）	18

图表 33: 第 3 方垂直游戏平台 (当乐和开奇)	18
图表 34: 第 3 方平台是用户获取手机游戏的重要渠道 (第 3 方游戏网站为红色高亮, 截止 2010-05)	19
图表 35: 不同厂商的手机游戏平台对比	19
图表 36: Zynga 在 Facebook 的 Top10 游戏中占据 6 席 (截止 2010.04) 且针对 Iphone 也提供应用	20
图表 37: 游戏 SP/CP 自有发布平台 (空中网和掌趣科技)	20
图表 38: 手机音乐和其他音乐收听方式对比	21
图表 39: 中国移动占有最大的无线音乐收入份额, 但增长趋缓	22
图表 40: 传统音乐产业不断下滑而无线音乐仍保持快速增长	22
图表 41: 中国移动面临的无线音乐竞争环境	23
图表 42: 手机音乐用户行为	23
图表 43: 手机音乐的社区化	23
腾讯: 主要财务数据和股票信息	24
图表 44: 腾讯移动互联网产品/服务一览	25
图表 45: webQQ2.0 一站式分销服务平台	25
新浪: 主要财务数据和股票信息	26
图表 46: 新浪移动互联网产品/服务一览	27
图表 47: 新浪 IPAD 版: 一站式内容集成平台	27
百度: 主要财务数据和股票信息	28
图表 48: 百度移动互联网产品/服务一览	29
图表 49: 百度应用开放平台	29

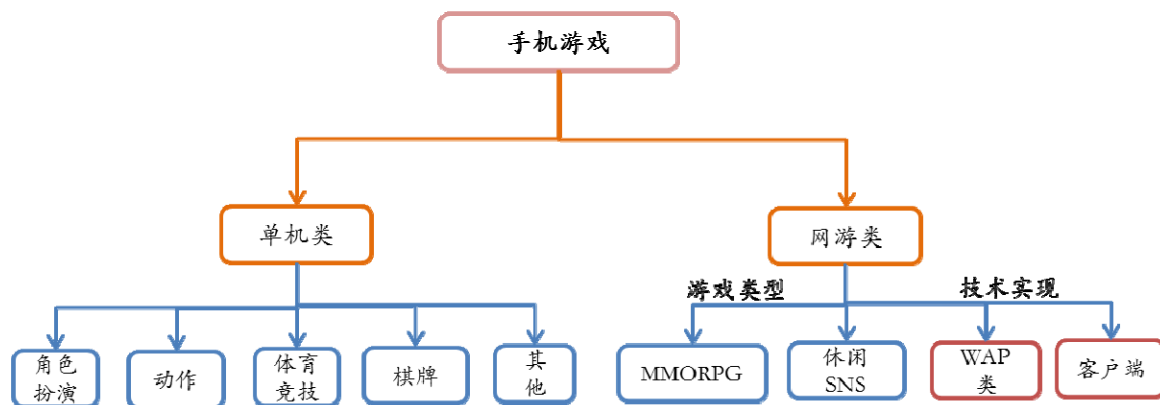
手机游戏：移动互联网第一桶金

手机游戏产业将高速增长

手机游戏是基于移动设备而开发的游戏，根据是否需要无线网络支持，可以分为单机游戏和联网游戏。手机网游是以手机或 PDA 等终端设备为载体，通过移动互联网接入游戏服务器并支持多人同时在线互动的游戏。按照实现形式可以分为 WAP 游戏和客户端游戏（Java/Brew）。而按照游戏类型，可以分为 MMORPG 和休闲手机网游两大类。根据易观国际调查结果，中国移动互联网用户偏爱网游、音乐和视频等娱乐内容，手机游戏的使用率位居第一，达 78.4%。而手机游戏是目前用户付费使用最多的移动互联网应用服务，超过一半用户为手机游戏产品付过费。

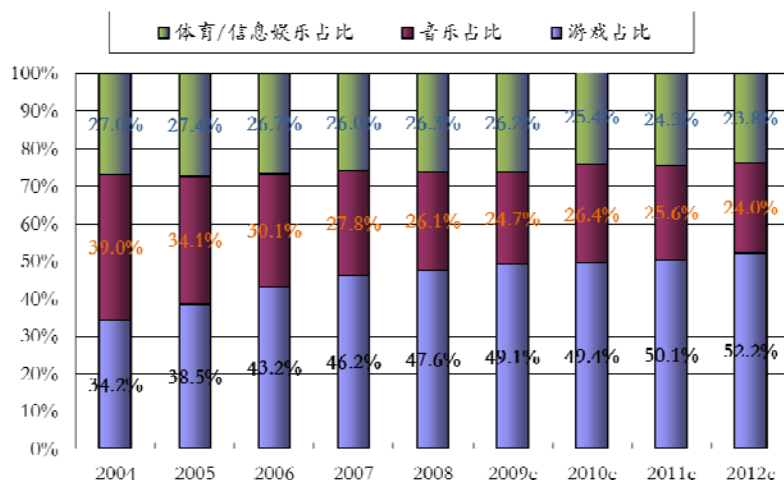
手机游戏作为移动互联网的杀手级应用，在全球范围内流行，预计在 2012 全球手机游戏市场规模达到 70 亿美元。日本手机游戏市场经历了多年的稳定增长，市场规模已经超过了 850 亿日元。手机游戏作为美国手机用户最喜爱的移动应用之一，在 iPhone 和 Android 等智能终端推出之后发展迅速。2009 年，中国手机游戏总体市场规模 18 亿元，同比增长 38.5%；手机网游市场规模 3.2 亿元，同比增长 88.2%。从 2007 年到 2012 年，中国手机游戏市场规模复合增长率为 45.4%，预计未来 3 年复合增长率超过 50%，2013 年市场规模超过 50 亿元。手机游戏活跃用户在 2009 年超过 1100 万人，有望在 2012 年达到 3200 万。

图表 3：手机游戏分类



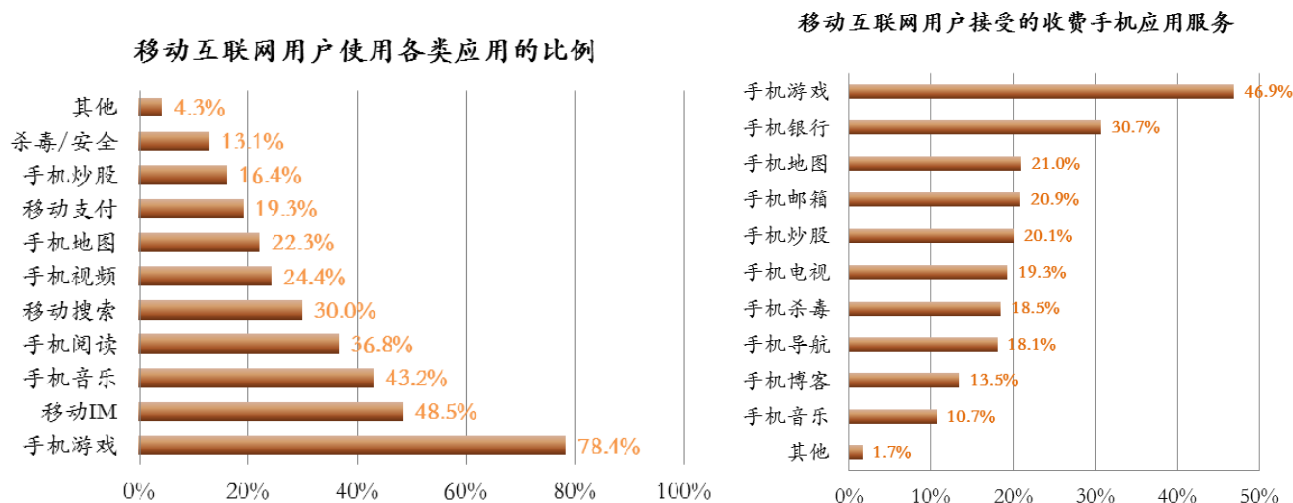
资料来源：易观国际，中金公司研究部

图表 4：全球范围内，手机游戏在手机娱乐应用中发展最快（2004~2012）



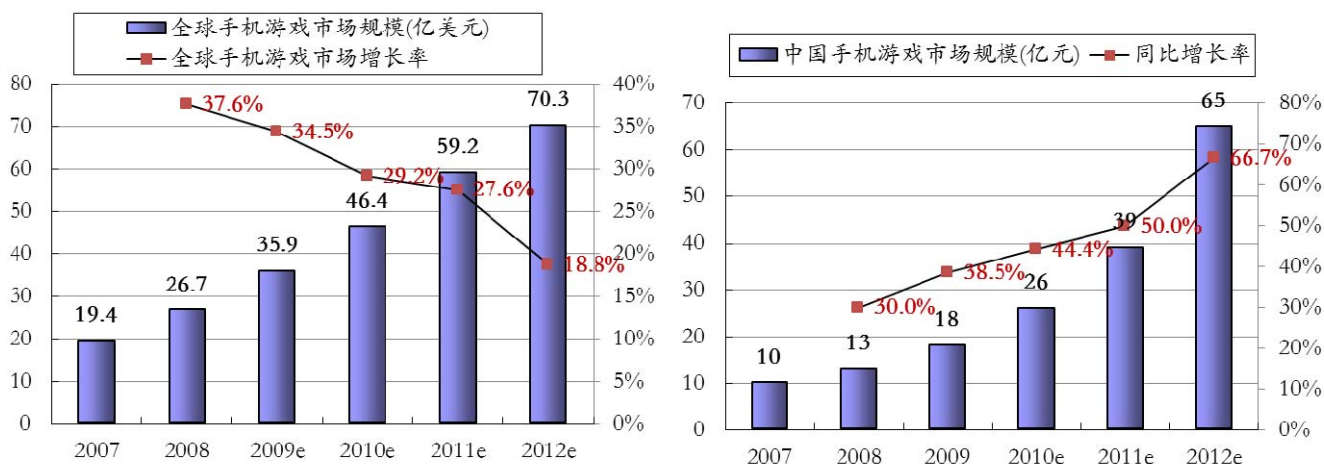
资料来源：Jeffries，中金公司研究部

图表5：手机游戏是中国移动互联网用户使用和付费比例最高的应用



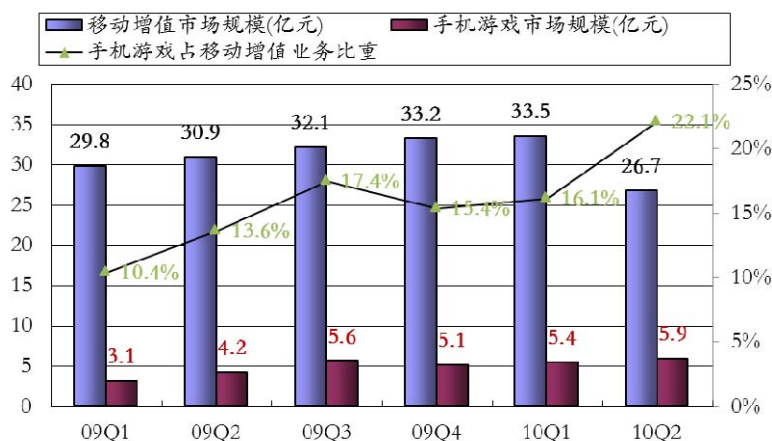
资料来源：易观国际，中金公司研究部

图表6：全球和中国手机游戏市场规模（2007~2012）



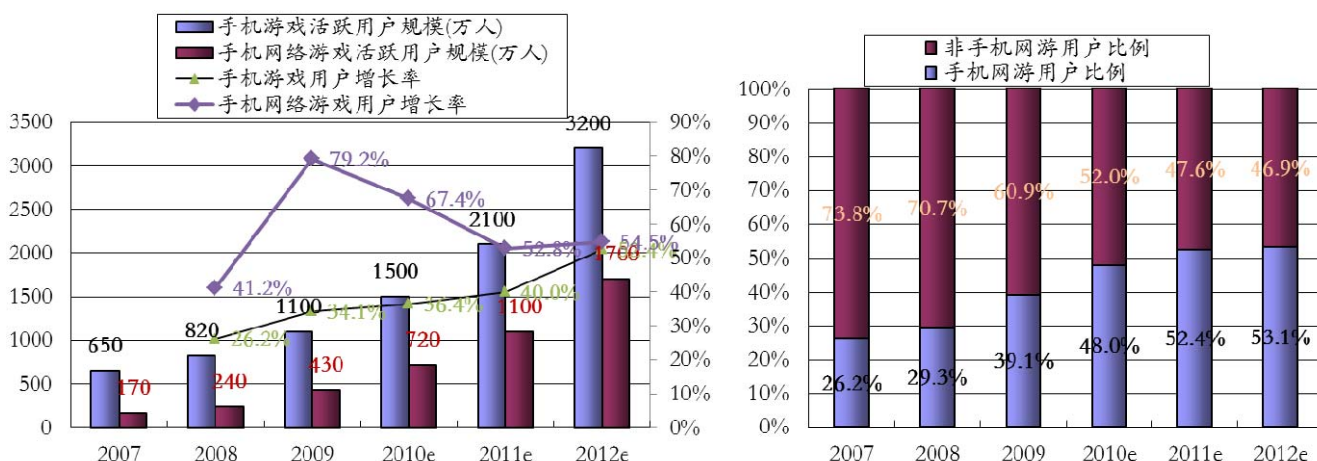
资料来源：eMarketer，艾瑞咨询，中金公司研究部

图表7：中国手机游戏占移动增值业务比例不断上升（2009~2010Q2）



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表8：中国手机游戏和手机网游用户规模

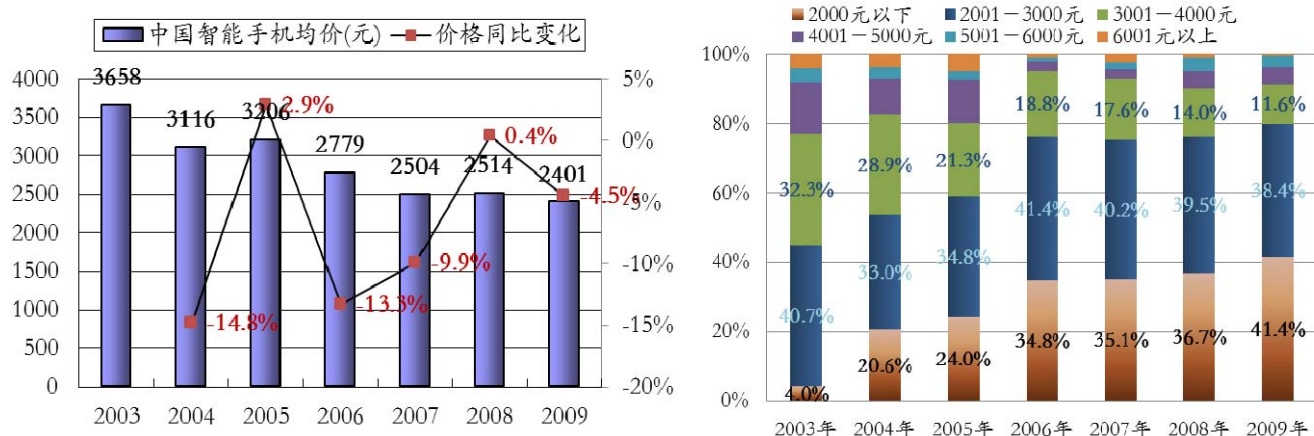


资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

手机游戏驱动因素全面改善

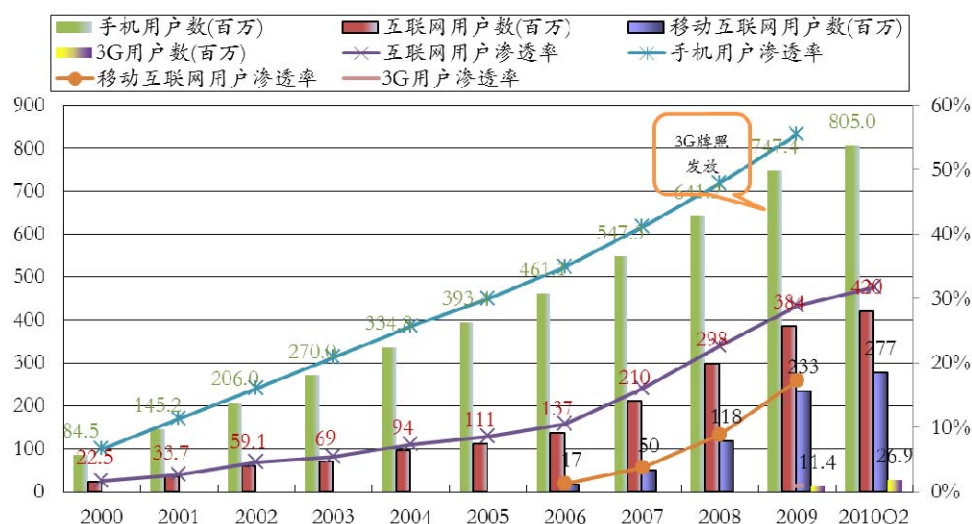
- 终端、网络 and 用户基础全面提升：**大屏幕智能手机（含平板电脑）价格持续下降，产品性能和操控体验持续提升，市场渗透率稳步提高。全国 3G 网络加快建设和优化，移动上网速率提升明显，3G 用户数迅速增加，移动互联网用户结构相比互联网更为年轻，29 岁以下网民占比超过 70%，手机游戏发展的终端环境、网络环境和用户基础持续改善。
- 大型互联网企业加入推动产业发展。**第一：游戏 SP 与 CP 加速融合，并购频繁，如空中网收购天津猛犸；华谊兄弟收购掌趣科技，手机游戏产业的内容创造性和资金充沛度迅速增强。第二：大型互联网企业推动建设游戏运营平台，如腾讯的手机游戏平台 and 百度的开放应用平台，游戏发布渠道日益丰富。目前包括垂直 WAP 游戏门户（当乐网）和传统门户网站游戏频道在内的第 3 方手机游戏发布平台已经成为继手机预装和运营商游戏频道之后用户获取手机游戏的一个重要渠道。第三：游戏形式不断丰富：游戏内嵌广告，社交+网游，PC 游戏移动化都是未来手机游戏发展的新特征，并将产生更丰富的内容和玩法。

图表9：中国智能手机价格变化和不同价格区间出货量分布（2003~2009）



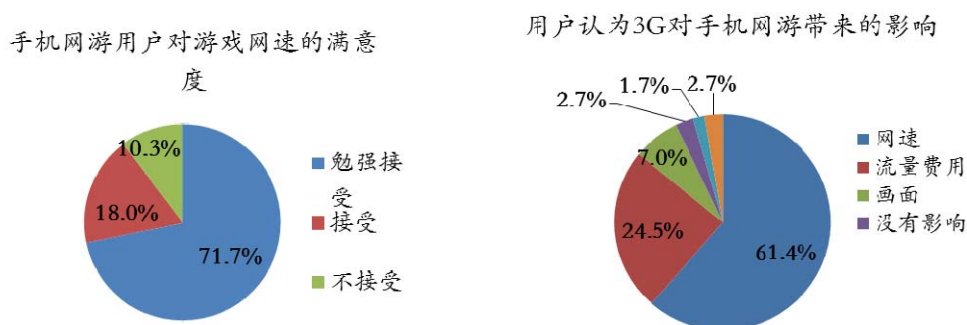
资料来源：赛迪顾问，中金公司研究部

图表10：中国互联网用户/移动用户/3G用户/移动互联网用户规模（2000~2010Q2）



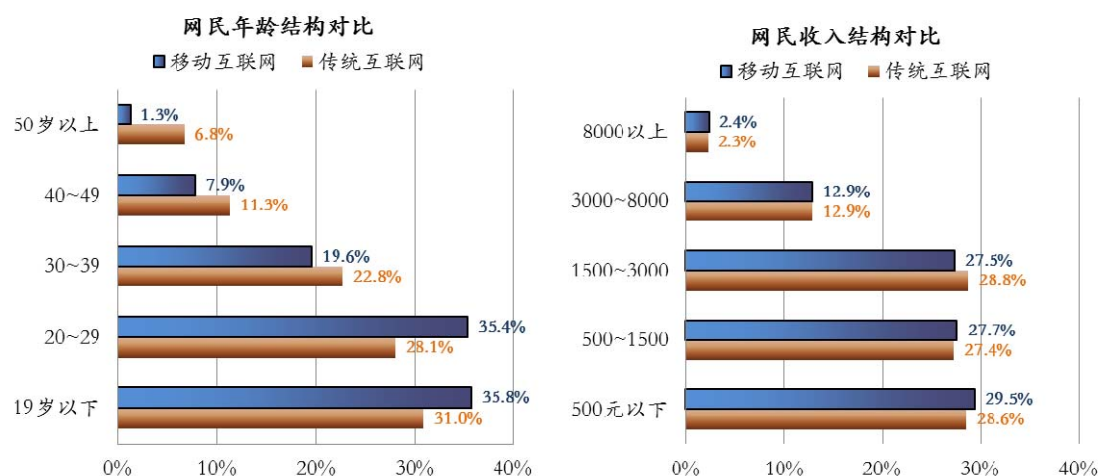
资料来源：CNNIC, CEIC, 中金公司研究部 (说明：渗透率是根据全国人口数计算)

图表11：手机网游用户认为3G可以改善现有的游戏体验



资料来源：当乐网，中金公司研究部

图表 12：中国移动互联网用户比较年轻



资料来源：CNNIC，中金公司研究部

图表 13：各大厂商抢滩手机游戏

时间	游戏厂商	腾讯	空中网	中国移动	新浪
		腾讯依托四大体系来助力手机游戏的发展：关系体系(QQ+社区)	涵盖手机网络游戏、单机游戏、WAP 页面游戏，旗下拥有中国领先的手机游戏开发商天津猛犸和厦门新热力	目前中国移动的游戏合作伙伴达到 300 多家，产品有单机游戏、手机网游、游戏包、游戏大厅等。	新浪的手机游戏业务与运营商保持良好的合作关系，获得资源倾斜。与众多国内外手机游戏开发商建立合作关系，拥有丰富的手机游戏产品。
2005 及以前			05 年收购手机游戏公司天津猛犸	03 年 7 月移动百宝箱业务正式商用	05 年 8 月新浪飞扬公司在北京成立
2006		06 年开始布局手机游戏业务	猛犸获得最佳手机游戏服务商、最佳手机游戏内容商、最佳手机网游运营三项大奖	基础发展阶段，产品形式相对单一(百宝箱单机下载方式)	陆续推出《黑暗之门》、楚留香、武林外传等系列游戏
2007		推出手机游戏中心平台	推出大型魔幻即时战斗手游《天劫online》，注册用户近千万人		
2008-2009		发展垂直手机游戏社区	09 年 3 月推出国内首款原创 3G 手机网游《封神Online》；6 月收购手机游戏开发商厦门新热力科技；12 月收购著名互联网游戏公司大承网络，进军互联网游戏领域。	09 年 7 月成立中国移动江苏游戏基地，定位为优质的游戏内容发行商	

资料来源：中金公司研究部

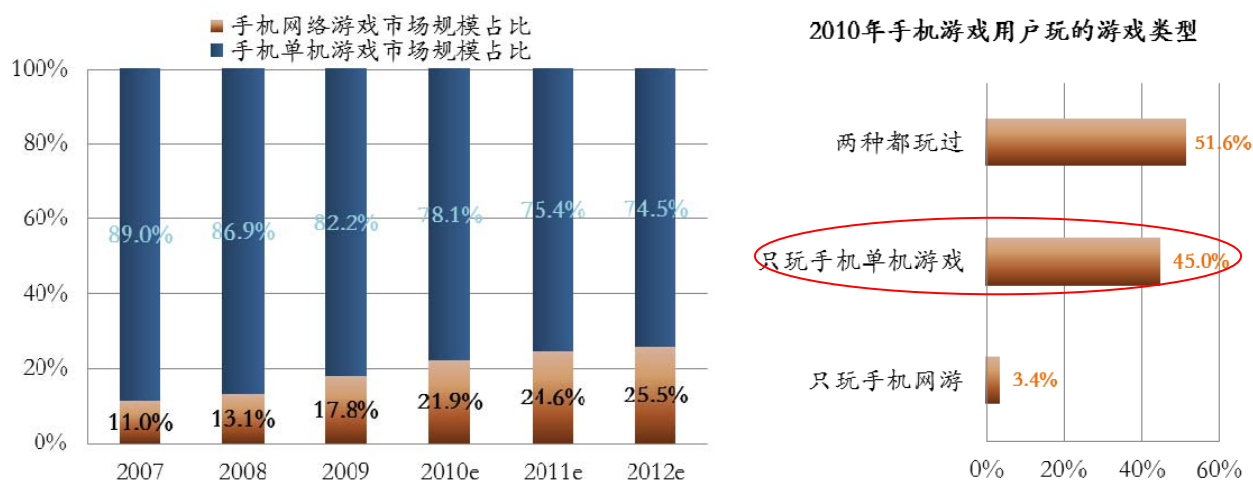
手机游戏产业四大发展趋势

单机和联网手游长期并存

与 PC 游戏行业中网游一枝独秀的格局不同，手机单机游戏目前是手机游戏的主要收入来源，占比超过 80%。中国移动游戏基地 69% 的收入也是来自手机单机游戏（还不算游戏包）。我们认为，这是由手机游戏的客户群、消费模式等特点决定的，在很长一段时间内，手机单机和手机网游将会同时存在。

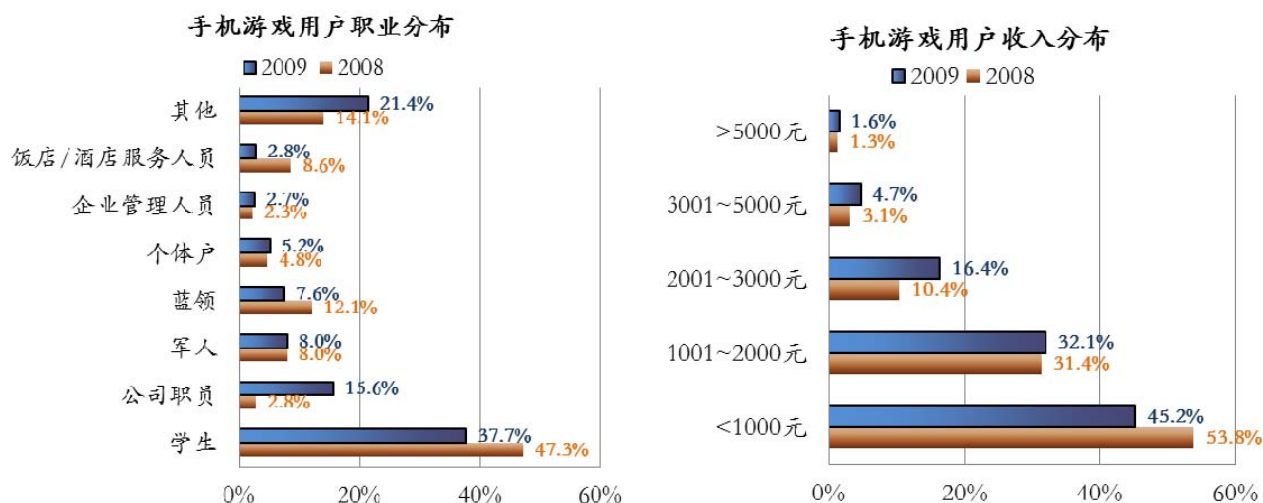
- **手机游戏用户和传统 PC 游戏用户有很大区别：**手机游戏客户群主要集中在学生、蓝领工人、军人和普通职员，收入水平一般在月薪 1000 到 3000 元之间。很多手机游戏用户并不是 PC 游戏玩家，消费方式上以打发碎片时间为主。单机游戏可以随时随地进行（不受网络/组队的限制），满足用户这方面的需求。
- **手机游戏用户的消费模式与 PC 游戏玩家不同：**用户玩 PC 单机游戏往往都没有付费的习惯，因为正版游戏都比较贵（通常在 50 元以上）。而手机游戏用户在空闲时间的娱乐项目比较少，手机游戏是他们愿意花钱打发时间的应用。单机游戏的价格一般在 2~5 元，用户可以承受，也容易产生冲动型消费。手游市场支付更为便利，支付手段更多（支持移动充值卡、短信、第三方支付。游戏点卡等各种微支付方式），用户养成了较好的付费习惯。

图表 14：手机单机游戏仍然是市场和用户的主要选择



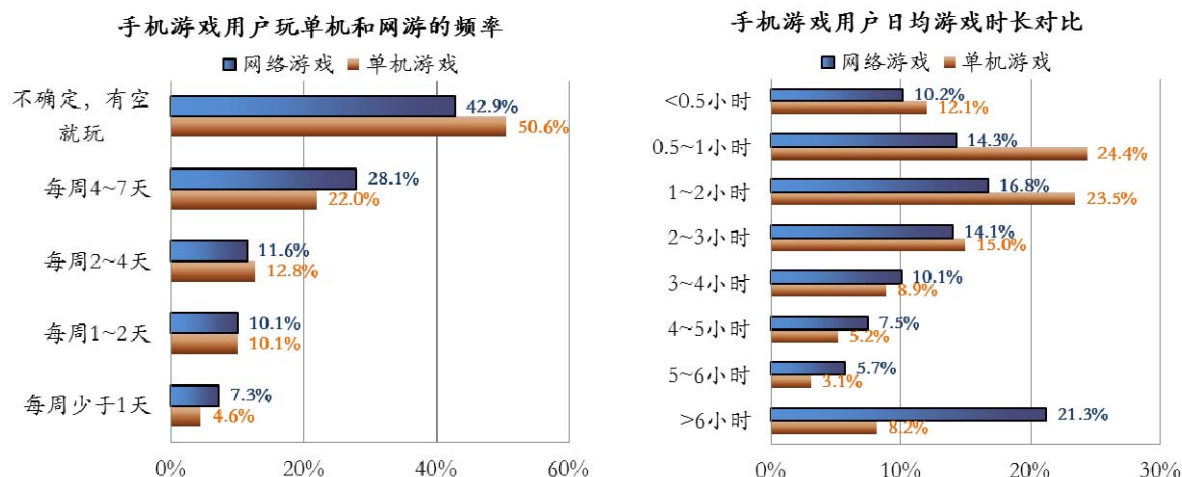
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 15：手机游戏用户收入和职业分布



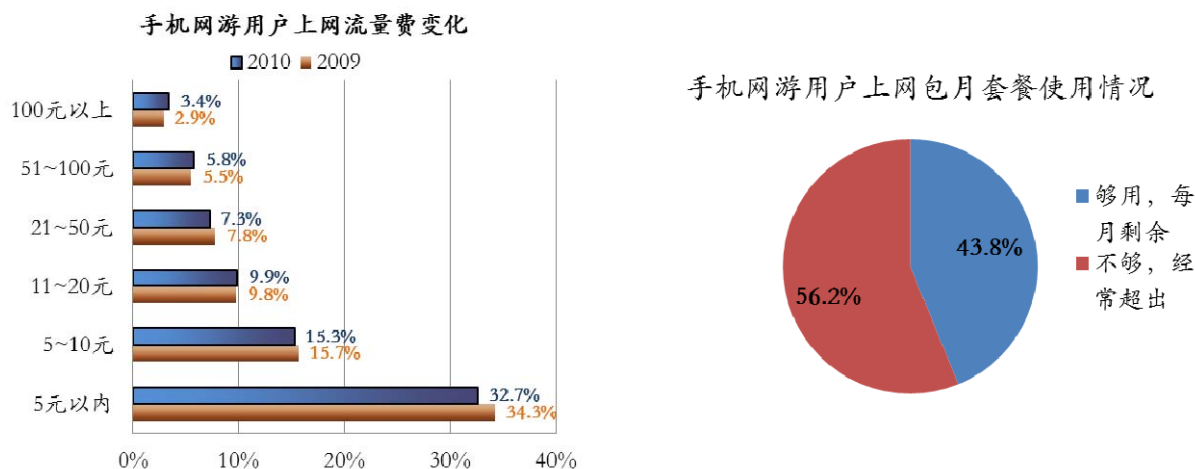
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 16：手机单机游戏更适合在碎片化时间进行



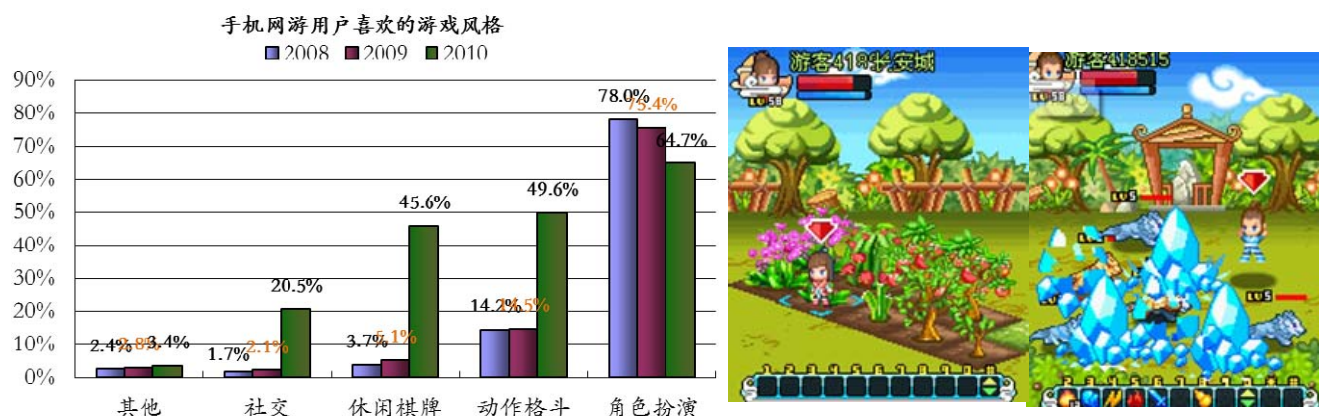
资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 17：手机网游用户流量使用和资费支出情况



资料来源：当乐网，中金公司研究部

图表 18：手机网游向着轻网游的方向发展（左图：网游用户喜好，右图：融合了MMOG和SNS的“摩游记”）

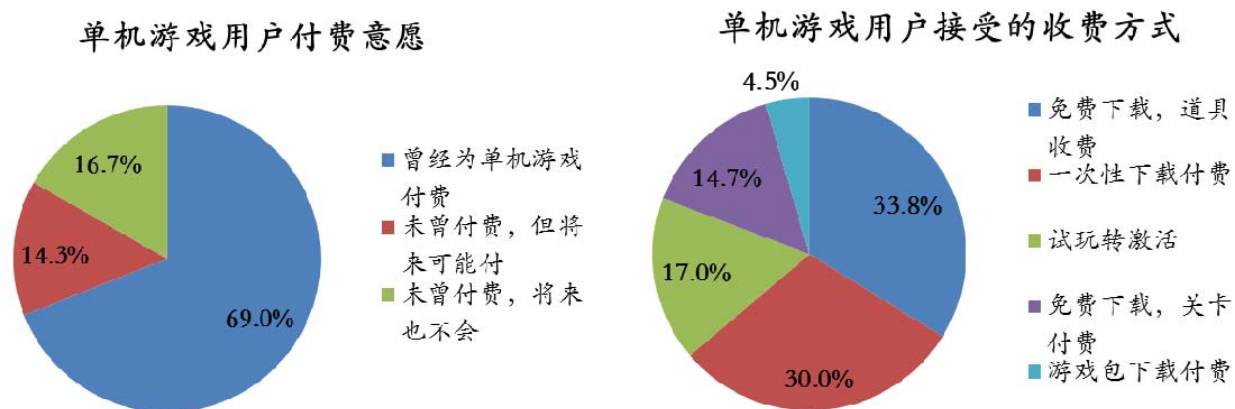


资料来源：艾瑞咨询，摩卡世界，中金公司研究部

盈利模式清晰，创新和提升用户体验是关键

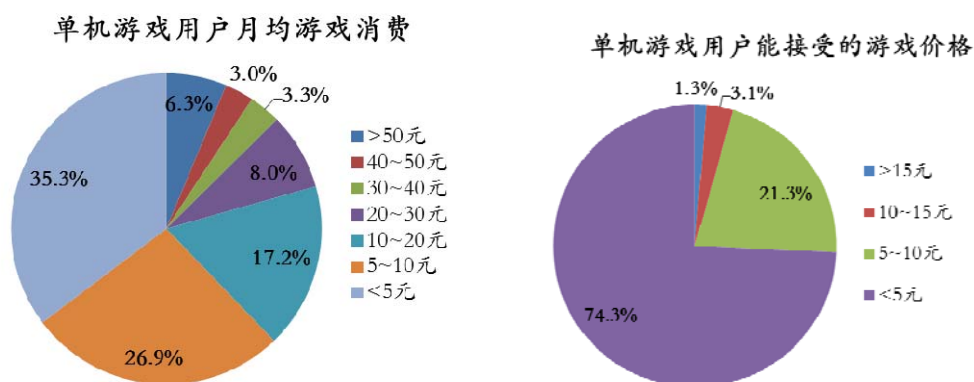
- **手机游戏盈利模式主要是前向收费：**1) 用户对手机单机游戏产品付费分为一次性下载付费（一般 2~5 元）、游戏包月的月租费和游戏当中的关口/道具购买收费；2) 用户对手机网游付费为按照在线时间收费或通过免费游戏+出售道具盈利。有 76%手机网游用户愿意接受包月收费，能够接受道具收费的占 16%，较少用户能够接受计时方式收费。3) 手机游戏支付方式以移动话费扣款为主（>50%）和第三方支付/点卡/网银等支付方式为辅。
- **开发多元化的盈利模式。**一是推动游戏自身盈利模式的多元化，如内嵌广告和，二是：提升衍生业务收入。如游戏电影、游戏音乐、游戏杂志、游戏玩偶、游戏动漫等。目前这些方式尚未成为主流。

图表 19：手机单机游戏用户付费意愿和接受的收费方式



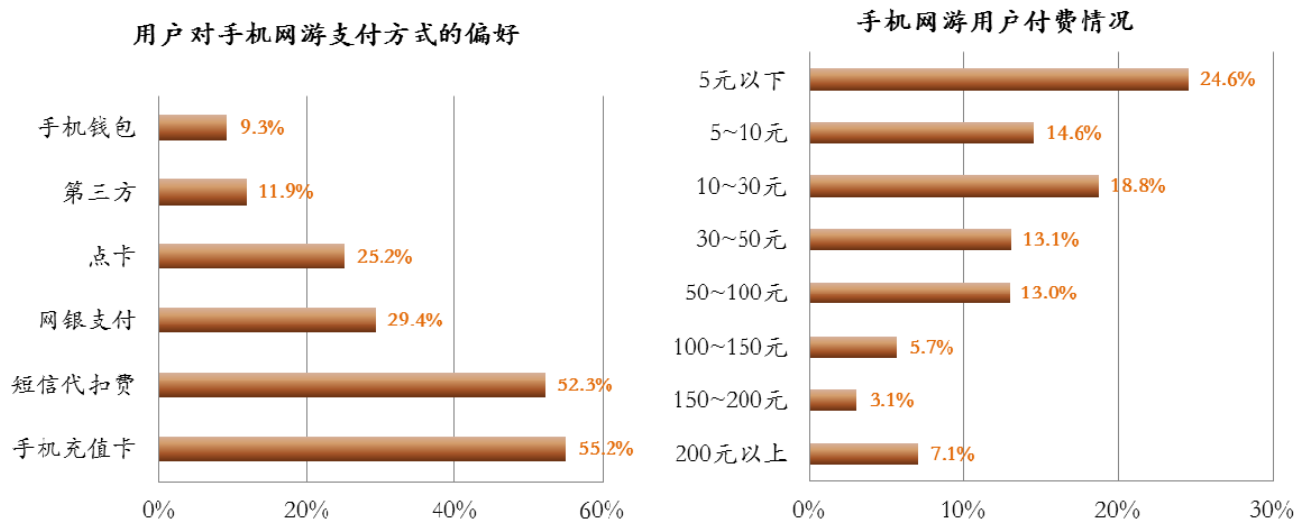
资料来源：艾瑞咨询（2009年），中金公司研究部

图表 20：手机单机游戏用户消费情况和接受的游戏价格



资料来源：艾瑞咨询（2009年），中金公司研究部

图表 21：手机网游用户对支付和收费方式的不同方式喜好



资料来源：当乐网（2010年），中金公司研究部

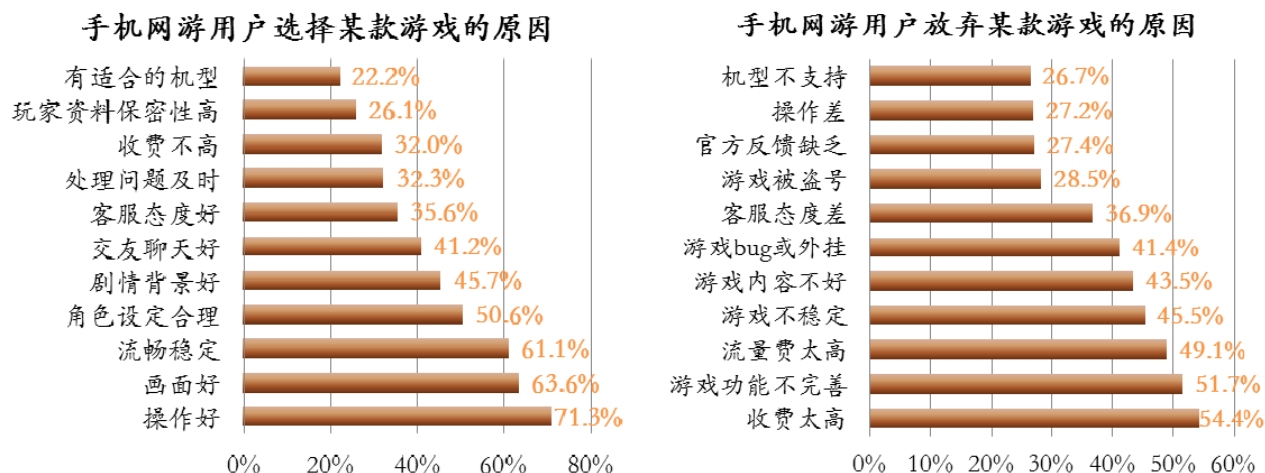
图表 22：游戏内嵌广告的盈利模式



资料来源：百度图片，中金公司研究部

- **持续提升手机游戏用户体验：**
- 1) 更丰富的游戏类型：**针对不同客户群提供不同类型的游戏，例如简单/休闲益智类游戏（如 SNS/棋牌）适合轻度玩家，复杂/即时战斗类游戏（如 MMOG）适合重度玩家。
 - 2) 创新的玩法和友好的用户界面：**移动终端不断推陈出新，各类新特性（如重力感应/多点触摸）也让游戏有了更多新的玩法。
 - 3) 游戏终端适配能力：**考虑到手机终端及操作系统的多样性，不同移动网络速度（2G/2.5G/3G），游戏运营商需要有良好的终端和网络适配能力。

图表 23：游戏体验是用户选择或者放弃手机游戏的原因



资料来源：当乐网，中金公司研究部

图表 24：更多新的游戏玩法（重力感应游戏）



资料来源：百度图片，中金公司研究部

图表 25：手机游戏需要适配不同的终端类型和操作系统

厂商	苹果	Google	微软	RIM	中国移动	三星	联想	Nokia
手机终端	iPhone	Nexus One	Kin1、Kin2	BlackBerry	Ophone	Wave	LePhone	N97
操作系统	iPhone OS	Android	Windows Phone 7	BlackBerry OS	OMS 基于Android	bada	Android	Symbian

资料来源：中金公司研究部

图表 26：不同移动通信系统的上网速率对比

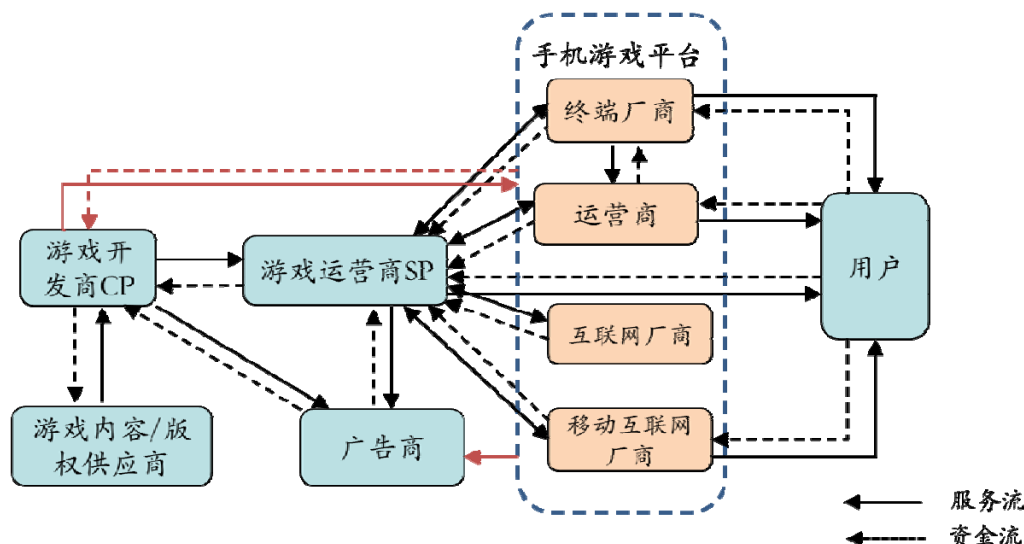
无线网络	2G(GPRS)	2.5G(EDGE)	3G(WCDMA-HSPA)	3G(CDMA1X-Rel-a)	3G(TD-SCDMA HSPA)
速率					
上行速率	42.8kbps	118.4kbps	5.75Mbps	1.8Mbps	1.6Mbps
下行速率	85.6kbps	473.6kbps	14.4Mbps	3.1Mbps	2.8Mbps

资料来源：中金公司研究部

平台之争：多元化博弈

手机游戏分发平台将是大型企业争夺的焦点，主要包括运营商（如中国移动等），终端厂商（如 iPhone 和 Android）和互联网厂商（如腾讯、百度和盛大）。新兴的移动互联网企业（如 UCWEB、当乐和斯凯网络）享有一定的先发优势，也有一定的竞争机会。

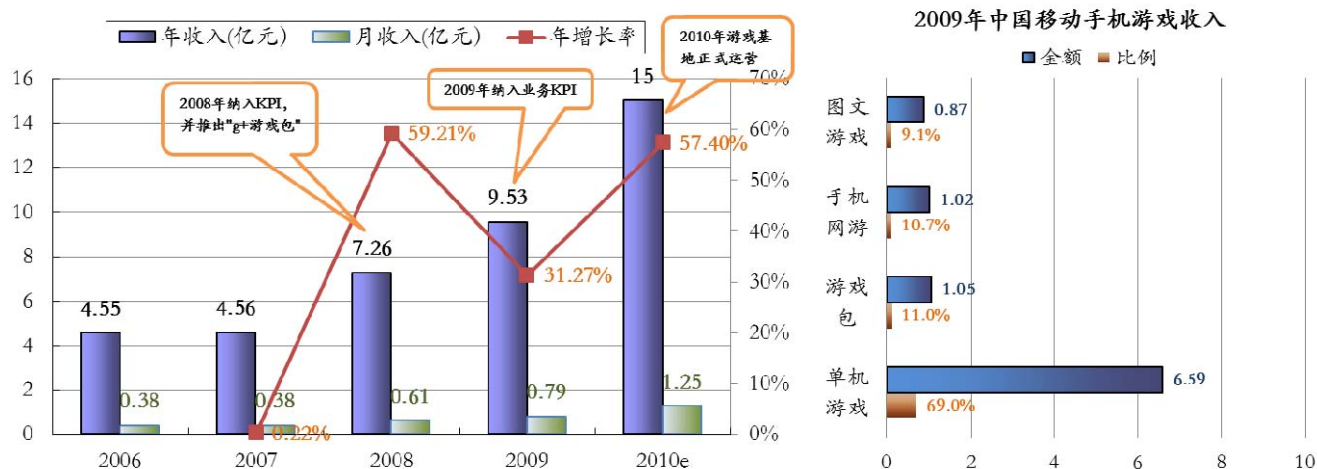
图表 27：手机游戏产业链分析



资料来源：中金公司研究部

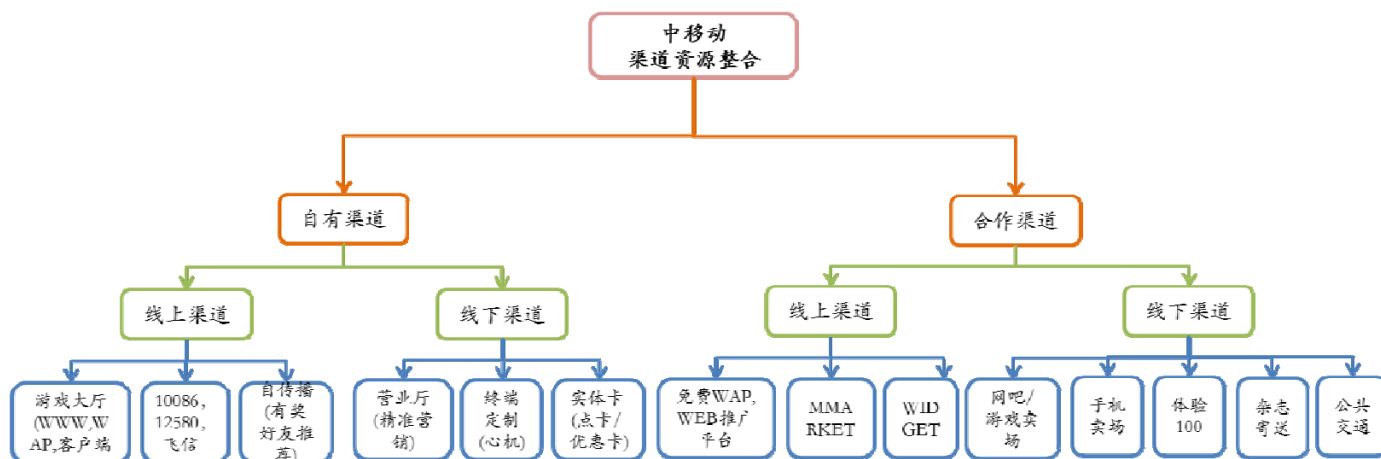
- **运营商渠道优势显著：**运营商垄断着无线网络、网关及上网流量费用等手机游戏的关键因素，同时它也具有丰富的用户资源和先天的支付优势。2008年中国手机游戏市场总收入为13亿元，其中中国移动及其SP的收入为7.26亿元，占整体的51.8%。但相对而言，运营商提供的渠道比较封闭，对用户体验的关注度不足，SP/CP收入分成比例相比其他平台优势不明显（运营商:SP:CP, 25:45:30）。
- **应用商店是热点：**终端厂商不仅仅是手机游戏的载体，同时也是有效的推广渠道（手机内置）。随着 iPhone 和 Android 等智能终端相继推出 App Store 和 Android Market，应用商店成为了手机厂商推广游戏的主要渠道，60%的 iPhone 用户都下载过游戏。挑战是国内硬件山寨化和软件盗版化，用户习惯免费获取内容，导致复制苹果模式难度很大。
- **互联网平台移动化：**互联网厂商如腾讯、百度等拥有庞大的用户群，匹配和改善用户体验方面拥有非常强的竞争力，基于社区和开放平台（QZone、Baidu 应用开放平台和新浪微博开放平台），有机会成为各类手机游戏的分销平台的主要竞争者之一。
- **第三方游戏平台采取开放策略：**新兴的移动互联网厂商如当乐/UCWEB/斯凯/开奇等开放的第三方游戏渠道也是中小游戏厂商的发布途径之一。相比运营商和终端厂商，第三方平台采用开放式运营策略，游戏发布的门槛比较低，而让游戏用户来检验这款游戏是否成功，对 CP 分成比较高（大部分开放平台分成比例为 30:70）。资金实力不足和同质化的运营模式是这类平台的劣势。

图表 28: 中国移动手机游戏业务收入 (2006~2010)



资料来源: 公开资料, 中金公司研究部

图表 29: 中国移动手机游戏渠道资源丰富



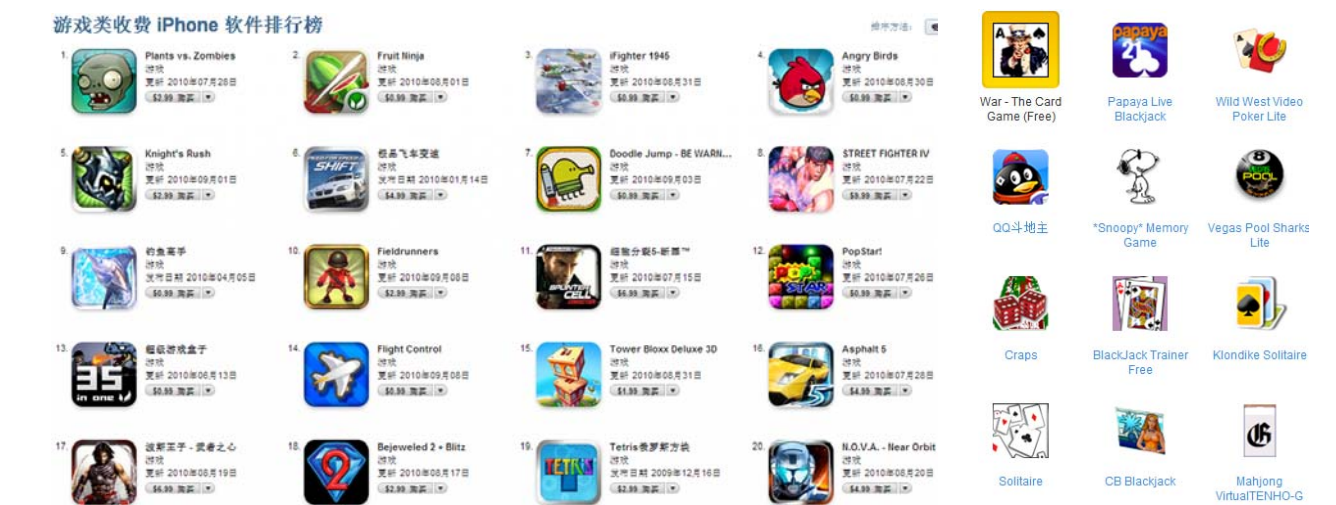
资料来源: 公开资料, 中金公司研究部

图表 30: Iphone 的 10 大热门应用中多数都是游戏 (游戏网站为红色高亮, 截止 2010-08)

免费应用排名	应用名称	付费应用排名	应用名称
1	Hungry Shark - Part 1	1	Angry Birds
2	Brain Trainer	2	Doodle Jump
3	NAMCO GAMES PORTAL	3	MONOPOLY
4	iBooks	4	Fruit Ninja
5	Type n Talk	5	Hungry Shark - Part 2
6	Luxor	6	Chopper 2
7	Tap Fish : Sharks	7	THE GAME OF LIFE
8	Weather Channel	8	The Moron Test
9	Truckers Delight	9	Camera+
10	Whacksy Taxi	10	Skce-Ball

资料来源: Topappcharts, 中金公司研究部

图表 31: 丰富的游戏应用为应用商店提升了人气 (App Store 和 Android Market)



资料来源: iTunes, Android Market, 中金公司研究部

图表 32: 互联网厂商的交叉销售和游戏推广平台 (Ozone 和百度应用平台)



资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 33: 第 3 方垂直游戏平台 (当乐和开奇)



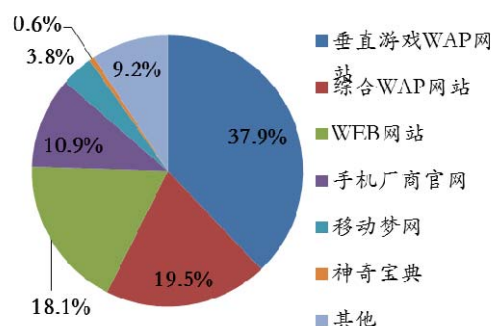
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 34：第 3 方平台是用户获取手机游戏的重要渠道（第 3 方游戏网站为红色高亮，截止 2010-05）

Top 10通过手机上网访问的站点

1. kaiqi.com
2. baidu.com
3. google.cn
4. sina.com.cn
5. kong.net
6. 163.com
7. qq.com
8. renren.com
9. 3g3h.com
10. soso.com

手机网游用户下载客户端渠道分布



资料来源：Opera，当乐网，中金公司研究部

图表 35：不同厂商的手机游戏平台对比

厂商类型	代表厂商	优势	劣势
运营商	中国移动/中国联通/中国电信	资金和品牌实力，对用户资源和个人信息的掌握；方便的支付渠道和销售渠道；对产业链上其他厂商的控制力	市场化程度不够，执行力不够强；平台上游戏内容不够丰富
终端厂商	Iphone/Android/联想	对手机操作平台有控制力，理解用户的体验；手机应用商店汇聚了第三方开发者和丰富的手机游戏	应用商店的盈利模式在国内还处于探索阶段
互联网厂商	腾讯/百度/盛大/新浪	交叉销售能力强，市场化程度高；平台的开放性较好；技术实力强，具备跨终端的适配能力	没有先发优势
第3方游戏平台	当乐/开奇/UCWEB	开放的策略吸引了一定的用户和游戏厂商	缺少资金和游戏运营能力
游戏SP/CP	空中网/掌趣科技	有技术能力和创新能力；具备相当的游戏运营经验，了解用户的需求	内容和渠道不够丰富，品牌需要时间打造

资料来源：中金公司研究部

内容从分散走向集中

手机游戏行业发展初期，其特征表现为游戏内容分散化。例如单机游戏的开发门槛较低，许多中小游戏厂商和个人开发者都进入这个领域，游戏内容分散化，产品多样化。当游戏平台格局相对稳定后，能够提供跨平台匹配和运营，具备规模研发能力的手机游戏厂商有望迅速做大做强。例如美国的 Zynga，不仅在 Facebook 上拥有多款 Top10 游戏，也是 Yahoo 和 AppStore 平台上的热门游戏厂商。从游戏开发商的角度分析，重点关注：网易，盛大，空中网，华谊兄弟(投资掌趣科技)，博瑞传播（收购晨炎科技）和北纬通信。

图表 36: Zynga 在 Facebook 的 Top10 游戏中占据 6 席 (截止 2010.04) 且针对 Iphone 也提供应用

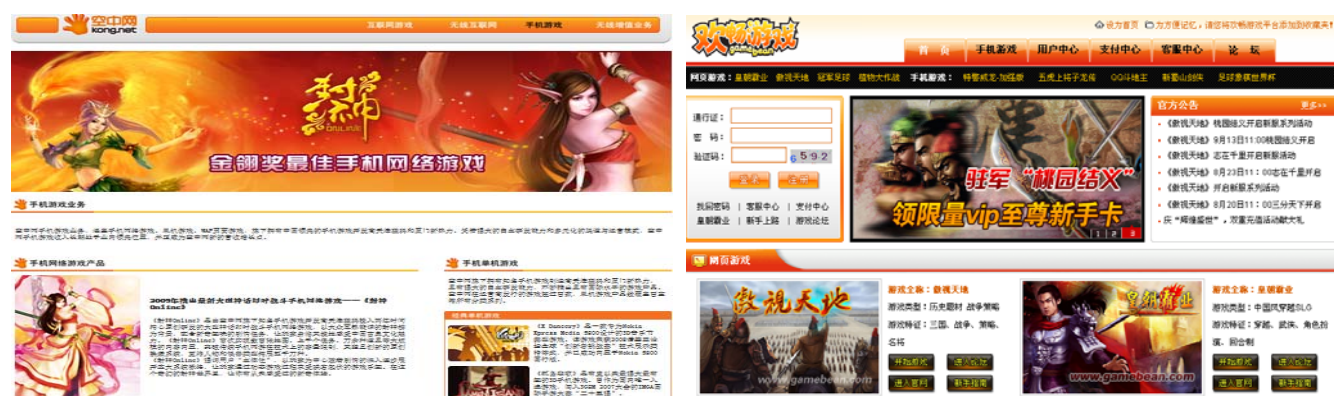
游戏排名	游戏名称	游戏开发厂商
1	Farm Ville	Zynga
2	Birthday Cards	Rock You
3	Café World	Zynga
4	Texas HoldEm Poker	Zynga
5	Mafia Wars	Zynga
6	Happy Aquarium	CrowdStar
7	Fish Ville	Zynga
8	MindJolt Games	MindJolt.Com
9	Pet Ville	Zynga
10	Pet Society	Playfish

iPhone 应用程序 查看全部 >



资料来源: iTunes, 中金公司研究部

图表 37: 游戏 SP/CP 自有发布平台 (空中网和掌趣科技)



资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

手机音乐：渠道为王，期待创新

渠道为王

手机音乐市场是移动运营商的天下。根据易观国际的统计，2010 年上半年国内无线音乐用户数超过 5.5 亿户，总收入达 138 亿，其中，133 亿收益为移动运营商所有（其中中国移动占 75.3%），CP/SP 的整体收入不到 5 亿，仅占 3.6%。收入的巨大差异主要是因为移动音乐的产业模式以彩铃和铃音为主，运营商将其作为增值业务推荐给用户，并就功能而非内容向用户收费。

内容厂商受盗版冲击，议价能力有限。拥有音乐版权内容的唱片公司深受数字音乐盗版之苦，itunes 等内容分销模式在中国无法复制，盈利模式上高度依赖移动音乐，不得不和运营商合作。

SP 生存艰难。运营商积极自建无线音乐基地，更多的直接和唱片公司进行合作，SP 生存空间被进一步挤压。

期待创新

内容生产模式创新。传统的音乐出版是 Top-Down 的模式，从艺人选拔/歌曲录制/发行都是唱片公司一手包办的。而现在是全民参与的方式对歌手、歌曲进行选择。比如豆瓣音乐上用户可以对音乐人/歌曲进行点评、交流和参与他/她组织的线下活动，这种类似于文学领域的起点中文网的运作方式可以充分发挥草根音乐人的力量。

营销渠道创新。中国电信和终端厂商联合推出的音乐手机，A8 和 Nokia 推出“乐随享”服务，Google/巨鲸和 Android 产业联盟推出的云音乐库。通过合作由各方来分享整个价值链的利益。

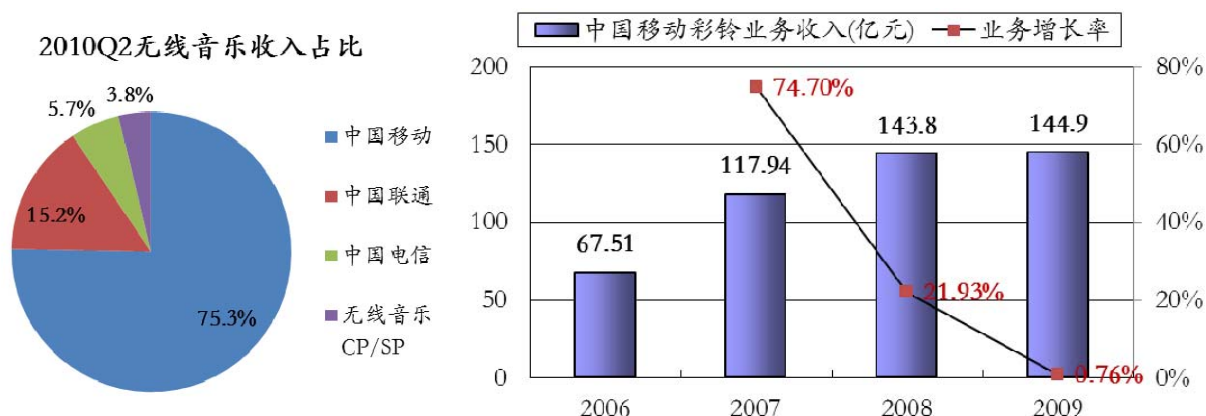
服务模式创新。如推进 SNS+音乐的服务，在听音乐的基础上让用户和更多的乐迷互动、交流，比如腾讯手机音乐提供的音乐小窝、音乐粉丝团，将更多的手机音乐用户聚合到一起，以乐会友。中国移动推出全音乐产品整合打包，将音乐和飞信/手机邮箱等跨业务整合，提升会员活性。

图表 38：手机音乐和其他音乐收听方式对比

音乐收听方式	传播范围	收听效果	互动性	移动性	版权问题	传播速度
传统CD/唱片	有限	好	差	差	无	慢
互联网音乐	广	较好	好	较差	较多	快
手机音乐	广	较好	好	好	较少	快

资料来源：中金公司研究部

图表 39：中国移动占有最大的无线音乐收入份额，但增长趋缓



资料来源：易观国际，中国移动年报，中金公司研究部

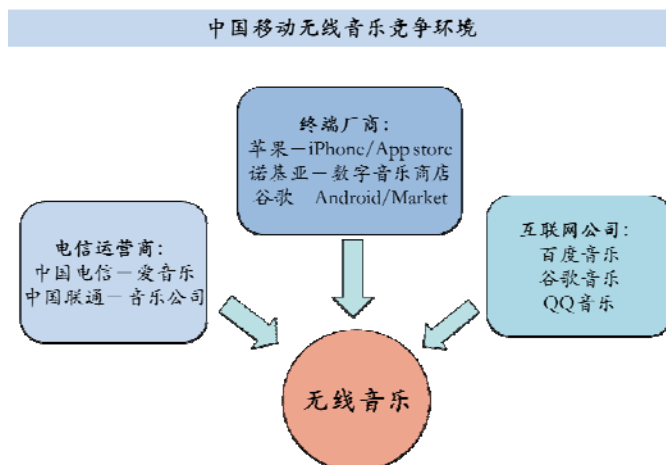
图表 40：传统音乐产业不断下滑而无线音乐仍保持快速增长

	数字音乐			全球音乐产业	
	销售收入 (亿美元)	增长率	占全球总销 售收入比重	销售收入 (亿美元)	增长率
2004	4		2%	200	
2005	12	200%	5%	240	20%
2006	22	83%	11%	200	-17%
2007	29	32%	15%	193	-3%
2008	37	28%	20%	185	-4%

	SONY	EMI	环球	华纳	太合麦田	种子
中国移动无线 音乐收入(万元)	3100	2300	2600	1000	1700	900
数字音乐总收 入(万元)	6100	5300	6600	3400	2020	1250
移动收入占比	50.82%	43.40%	39.39%	29.41%	84.16%	72.00%

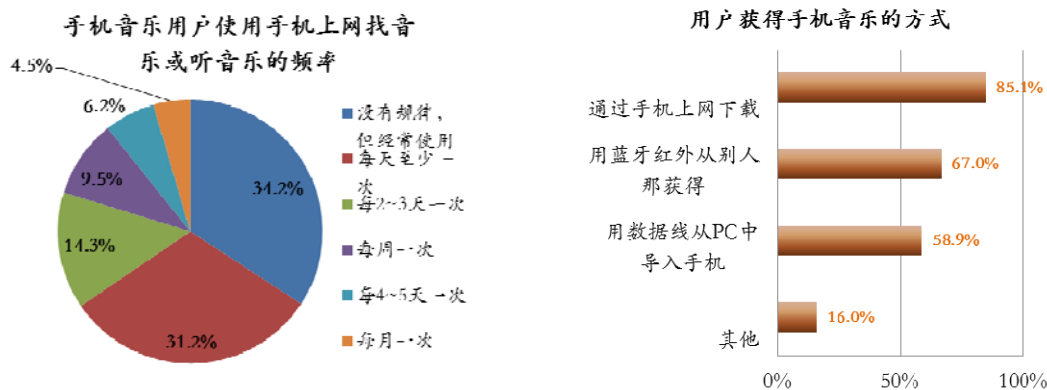
资料来源：Nielsen，中金公司研究部

图表 41：中国移动面临的无线音乐竞争环境



资料来源：中金公司研究部

图表 42：手机音乐用户行为



资料来源：艾瑞咨询，中金公司研究部

图表 43：手机音乐的社区化



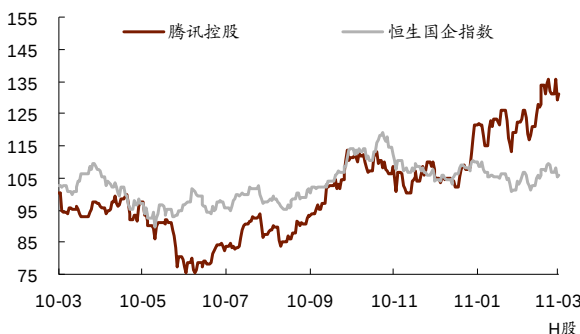
资料来源：中金公司研究部

腾讯 (700.HK)：推荐

企鹅“飞舞”

腾讯：主要财务数据和股票信息

(百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,155	12,440	19,646	25,959	31,497
(+/-)	87%	74%	58%	32%	21%
毛利总额	4,984	8,550	13,326	17,606	21,393
(+/-)	84%	72%	56%	32%	22%
营业利润	3,246	6,020	9,838	12,889	15,670
(+/-)	99%	85%	63%	31%	22%
净利润	2,785	5,156	8,054	10,559	12,840
(+/-)	78%	85%	56%	31%	22%
每股收益 (人民币)	1.50	2.77	4.33	5.68	6.91
每股收益 (港币元)	1.70	3.15	5.07	6.86	8.51
市盈率 (倍)	127.4	68.8	42.7	31.6	25.5
非通用会计准则-净利润	2,945	5,477	8,549	11,208	13,627
每股收益 (人民币)	1.58	2.95	4.60	6.03	7.33
每股收益 (港币元)	1.80	3.35	5.38	7.28	9.03
(+/-)	88%	86%	61%	35%	24%
市盈率 (倍)	120.5	64.8	40.3	29.8	24.0
EV/EBITDA	97.1	51.8	31.7	24.0	19.5
总资产收益率	33.2%	37.7%	30.2%	24.7%	22.7%
净资产收益率	45.1%	53.1%	47.2%	39.7%	34.6%
ROCE	45.1%	53.1%	47.2%	39.7%	0.0%
股价/每股经营现金流	99.1	42.2	27.9	21.5	20.1
股价/每股自由现金流	229.1	63.8	39.0	32.4	26.2



股票代码	700.HK
当前股价	港币216.8
目标股价	港币255
日成交量 (百万股)	5.76
52周最高价/最低价	港币 228.8/120.4
总市值(百万)	398,130
发行股数 (百万股)	1,836
其中：流通股 (百万股)	935
主要股东 (持股比例)	Mih China BVI(34.32%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

无线增值行业龙头，积极布局移动互联网

腾讯是中国最大的无线增值服务提供商，其无线收入绝大部分来自于和 QQ 业务的绑定，虽然无线增值服务行业受运营商不断加强监管影响，却能在过去数年实现持续增长。顺应无线互联网宽带化和终端智能化趋势，公司 2.5G 业务在过去两年增长迅速。

中金观察：向移动互联网平台演进

腾讯目前的移动互联网战略仍停留在业务层面，目标是加速互联网业务向移动领域的无缝延伸，以业务拉动用户增长，并通过捆绑销售提升用户粘性。考虑到在移动领域，用户支付意愿更强，支付手段更为丰富和支付便捷性更高，辅以腾讯在引导用户付费消费方面的丰富经验，我们对公司移动互联网业务未来 2 年的成长性持乐观判断 (40+%)，并认为移动游戏可能成为公司最先实现规模增长的业务。

长远来看，腾讯移动互联网战略将转向构建独立于移动终端、操作系统和运营商的第三方平台，并通过持续提升用户体验和平台开放性，打造以“腾讯”为核心的移动互联网生态体系。

投资建议和投资风险：

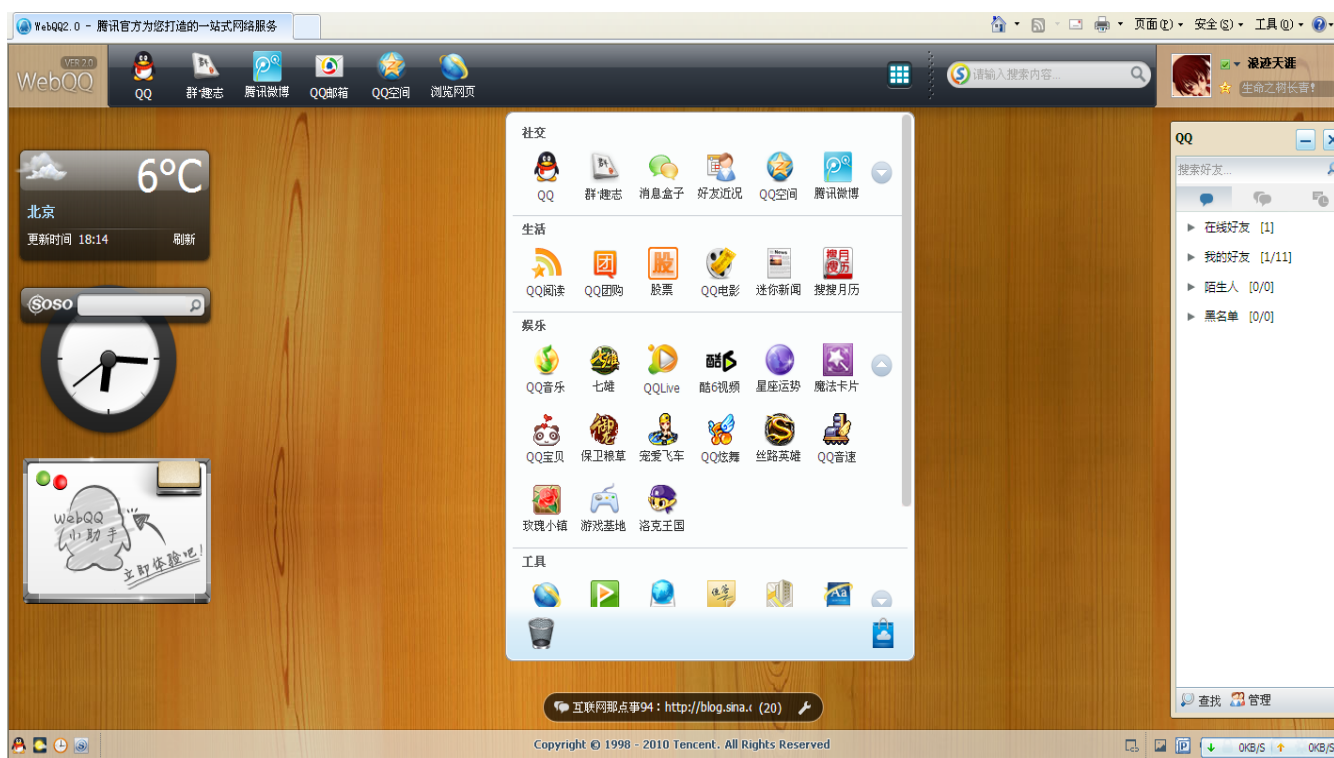
维持推荐评级和 255 港元目标价。考虑到中国用户需求的复杂化、终端山寨化、操作系统多元化以及运营商在提供应用方面创新能力和执行能力不足，我们认为，腾讯有机会复制其在互联网领域的成功，成为中国移动互联网领域最强大的运营平台和在线社区。移动互联网业务风险主要在于：平台之争激烈，不仅要面对新浪和百度的强势介入，同时面临终端（苹果），操作系统（谷歌和微软）以及运营商（中国移动的竞争）。

图表 44：腾讯移动互联网产品/服务一览

腾讯移动互联网业务	QQ	QQ 游戏	手机浏览器	Q-Zone	QQ 音乐	超级QQ	QQ 输入法	QQ 同步助手	腾讯微博	QQ 腾讯网	QQ 邮箱
iPhone	✓	✓	✓	✓				✓	✓		
iPad	✓	✓	✓	✓							
Android	✓	✓	✓	✓		✓	✓				
Symbian	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
Window Mobile	✓	✓	✓	✓	✓		✓				
WAP接入									●	●	●

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 45：webQQ2.0 一站式分销服务平台



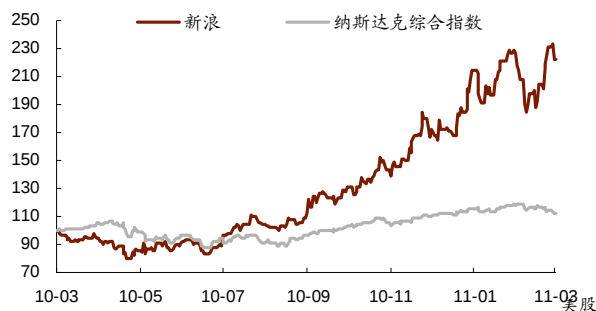
资料来源：公司资料，中金公司研究部

新浪 (SINA.US) :推荐

微博，知天下

新浪：主要财务数据和股票信息

(百万美元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	370	359	403	484	639
(+/-)	50%	-3%	12%	20%	32%
毛利总额	219	200	234	275	375
(+/-)	45%	-9%	17%	17%	36%
营业利润	75	37	96	102	157
(+/-)	46%	-50%	159%	6%	54%
净利润	81	412	(19)	109	159
(+/-)	40%	411%	-105%	-670%	46%
摊薄每股收益 (美元)	1.21	6.20	(0.29)	1.64	2.40
市盈率 (倍)	75.2	14.7	(317.5)	55.7	38.1
非通用会计准则					
营业收入	370	354	384	465	620
(+/-)	50%	-4%	8%	21%	33%
净利润	102.3	69.9	113.9	116.9	172.8
摊薄每股收益 (美元)	1.54	1.05	1.72	1.76	2.60
(+/-)	52%	-32%	63%	3%	48%
市盈率 (倍)	59.3	86.8	53.3	51.9	35.1
EV/EBITDA	48.5	97.1	48.1	44.8	29.3
总资产收益率	11%	34%	-1%	6%	9%
净资产收益率	14%	45%	-2%	8%	11%



股票代码	sina us equity
当前股价	美元91.35
目标股价	美元104
日成交量 (百万股)	5.07
52周最高价/最低价	美元98.98/32
总市值(百万)	5,643
发行股数 (百万股)	62
其中：流通股 (百万股)	56
主要股东 (持股比例)	New-wave Investment Holding(9.08%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

移动互联网布局微博

手机新浪网目前是移动互联网领域最大的门户之一。新浪加速移动互联网业务布局。针对移动互联网特点，新浪加快推进互联网业务移动化，布局适配不同终端，不同操作系统的客户端产品，涵盖新浪读书、博客和新闻等。

微博业务：移动互联网的杀手级应用，新浪优势明显。微博具有社交和媒体双重属性，相比美国的 twitter, 新浪微博的媒体性更强，由于吸引了大量社会名流参与到“织围脖”，并采取实名认证，新浪微博在四大门户中优势明显。同时，新浪通过“微博控”，“话题帮”，“同城活动”等方式提升微博用户的活跃度和互动。通过开放 API 提升平台的粘性和服务能力。2011 年 3 月，新浪微博注册用户超过 1.0 亿，微博平台提供包括手机客户端、游戏超过 500 款应用程序。而通过 WAP 登陆新浪微博的用户接近微博用户总数的 4 成。

投资建议：

作为一个老牌的互联网企业，依托门户和微博优势，新浪有机会构建一个有竞争力的移动互联网运营平台，获得一个和腾讯、百度和阿里巴巴等互联网巨头同台竞技的机会。平台确立后，相比 SP 时代，其移动互联网业务的独立性和可持续性势必大幅提升。维持推荐评级和 104 美元目标价。

投资风险：

2011 年是公司的投资年，在微博、电子商务和视频领域的投资将大幅增加，考虑到公司规模较腾讯和百度为小，巨大投资存在两方面风险：一是短期盈利能力下滑，导致关注业绩的投资者用脚投票。二是：扩张过快导致部分投资，如收购等未能产生预期效益。中长期来看，新浪的优势在于媒体业务，能否将“微博”发展成为一个平台型产品存在不确定性。

图表 46：新浪移动互联网产品/服务一览

新浪移动互联网业务	微博	爱读	新浪新闻	手机门户	爱问	手机百事通
						
iPhone	✓	✓	✓			
iPad	✓		✓			
Android	✓					
Symbian	✓	✓	✓			
Window Mobile/Java	✓	✓				
WAP接入	●			●	●	●

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 47：新浪 IPAD 版：一站式内容集成平台



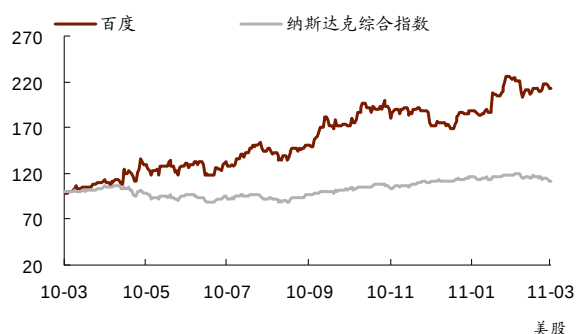
资料来源：公司资料，中金公司研究部

百度 (BIDU.US)：推荐

厚积薄发，“框”广天下

百度：主要财务数据和股票信息

(百万人民币)	2008	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	3,198	4,448	7,915	12,580	18,083
(+/-)	83%	39%	78%	59%	44%
毛利总额	2,047	2,838	5,772	9,348	13,509
(+/-)	86%	39%	103%	62%	45%
营业利润	1,097	1,605	3,959	6,465	9,476
(+/-)	100%	46%	147%	63%	47%
净利润	1,048	1,485	3,525	5,556	8,068
(+/-)	67%	42%	137%	58%	45%
摊薄每股收益 (人民币)	3.00	4.25	10.09	15.90	23.09
摊薄每股收益 (美元)	0.44	0.62	1.53	2.49	3.72
市盈率 (倍)	278.2	196.4	80.0	49.0	32.8
非通用会计准则					
净利润	1,132.1	1,571.4	3,618.9	5,744.8	8,339.2
摊薄每股收益 (人民币)	3.24	4.50	10.36	16.44	23.87
(+/-)	69.3%	38.8%	130.3%	58.7%	45.2%
摊薄每股收益 (美元)	0.47	0.66	1.57	2.58	3.85
	81.1%	38.8%	138.3%	64.2%	49.4%
市盈率 (倍)	257.6	185.6	77.9	47.4	31.8
EV/EBITDA	199.0	134.6	58.9	36.4	24.4
总资产收益率	32%	29%	41%	39%	37%
净资产收益率	41%	38%	54%	50%	45%



股票代码	BIDU us equity
当前股价	美元122.23
目标股价	美元142
日成交量 (百万股)	6.41
52周最高价/最低价	美元131.63/56.076
总市值(百万)	43,053
发行股数 (百万股)	352
其中：流通股 (百万股)	352
主要股东 (持股比例)	Baillie Gifford and Company(9.85%)

资料来源：公司数据、彭博资讯、中金公司研究部

移动互联网战略厚积薄发

在 2G/2.5G 时代，由于移动互联网（包括移动搜索）缺乏合适的商业模式，虽然百度也通过和运营商或终端厂商合作作为移动用户提供搜索服务，但无线业务并非百度的重点所在。进入 2009 年以来，百度对移动互联网形成了更为清晰的认识，于 2010 年成立无线事业部，发展战略初步成型，业务和产品推出步伐明显加速。主要包括：

- 移动客户端产品批量上线。2009 年以来，相继推出掌上百度，百度手机输入法、百度快搜、百度地图手机版、百度小说搜索和语音搜索开始测试，业内更是传闻百度将推手机操作系统和手机浏览器。
- 发力移动搜索。加速推进和运营商和手机操作系统合作，倡导成立移动终端联盟。虽然起步较晚，但过去一年百度移动搜索市场份额持续提升，目前已经超过 1/3。
- 以“框计算”为基础，推动开放平台建设，构建百度 store 生态体系。PC 端已经有数百个合作伙伴和数百个应用，涵盖游戏、图书、娱乐和软件。目前百度移动已经建设无线阿拉丁，页面转换平台和地图定位平台。

中金观察：

失之东隅，收之桑榆。百度的搜索业务在移动互联网领域将面临更大的竞争，除谷歌外，竞争对手还将包括腾讯、中国移动，甚至是苹果等巨头企业，市场份额难以超越 PC 端，同时受制于屏幕大小等客观原因，移动搜索的盈利模式和互联网相比将有明显差异，制约变现能力。但我们认为，未来 2-3 年，百度仍有机会将移动搜索市场份额提升到 50% 左右，同时通过发力客户端产品和推进应用开放平台建设，有机会从“互联网入口”向“综合应用服务平台”拓展。百度在 LBS+社区+电子商务、移动应用商店、手机游戏等领域都有可能成为一个有力的竞争者。

投资建议和投资风险：

维持推荐评级和 142 美元目标价。移动互联网领域的主要风险在于：移动搜索市场份额低于预期或向综合服务平台拓展失败。

图表 48：百度移动互联网产品/服务一览

百度移动业务	掌上百度	手机输入法	百度快搜	手机地图	移动搜索	小说搜索
						
iPhone	✓					
iPad						
Android	✓	✓	✓	✓		
Symbian	✓	✓	✓			
Window Mobile	✓	✓	✓	✓		
WAP 接入					●	●

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 49：百度应用开放平台



百度应用开放平台界面展示了各种移动应用，包括游戏、娱乐、工具、书籍等。右侧公告区列出了百度应用平台上线公告、如何搜索引擎知道我喜欢的应用、金山云杀毒 0.07s 的行动力、打开门，就遇见豆瓣电台。最热应用排行包括森林冰火人、黄金矿工、三国杀OnLine、果蔬连连看3、科学计算器、经典90坦克大战、PPTV直播、傲视天地、豆瓣电台、网速测试、宠物连连看、IP地址查询、魔塔世界、身份证号码查询、送三只小羊回家、号码吉凶查询。合作方包括7K7K、金山安全中心、豆瓣电台、POTV。

资料来源：公司资料，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED