

量升价涨，“多元”创造价值

整体行业：中性 维持评级

影视剧行业：谨慎推荐 维持评级

核心观点：

- 美国电视和电影产业两大特点：
 - 技术进步和产业监管政策是产业发展的核心驱动因素
 - 综合性全球化的媒体集团已经成为传媒企业发展方向
- 互联网的崛起和网络盗版的打击是近3年国产影视剧版权价格翻番上涨的重要因素，而未来版权价格能否继续上涨，有赖于三网融合真正推进、更加严格打击盗版的措施和内容创作自由度提升。
- 基于3个因素，我们认为领军民营影视剧制作企业有机会突围而出。
 - 中国电影电视剧单剧收入提升的空间巨大
美国电视剧制作成本一般在200-400万美元/集，是国产电视剧制作成本的13-25倍；阿凡达全球票房达到27亿美元，而中国最高国产片票房也只有7亿元。
 - 电影电视剧衍生品空间巨大
 - 电视台分散格局恐难改变，民营企业拥有机制优势
- 影视剧内容产业应该获得高估值。我们认为盗版泛滥、渠道垄断和严格监管实际上使得中国影视剧内容产业的价值被低估，这三大因素的逐渐改善使得优质内容具有长期成长性，这是内容产业应该获得高估值的重要原因。
- 我们给予传媒行业“中性”投资评级，影视剧行业“谨慎推荐”投资评级，主要推荐行业领军企业华谊兄弟，建议关注即将上市的节目制作公司光线传媒。
- 行业表现的催化剂
 - 卫星电视和IPTV政策阻力减弱，用户规模增长
 - 政府出台更严厉的打击盗版政策
- 主要风险因素
 - 单片收入波动风险
 - 核心团队流失风险

分析师

许耀文，CFA

☎：(8610) 6656 8589

✉：xuyaowen@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130208091646

孙津

☎：(8610) 6656 8846

✉：sunjin@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130110014591

重点上市公司

股票名称	股票代码	EPS(元)			PE (X)			11-12EPS CAGR	ROE2011E	合理估值区间(元)
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E			
华谊兄弟	300027.SZ	0.247	0.365	0.578	59.46	40.17	25.40	53%	13%	20.2

资料来源：中国银河证券研究部

投资概要：民营影视剧公司面临历史发展机遇

驱动因素、关键假设及主要预测：

从美国传媒产业发展经验来看，技术进步和产业监管政策是决定电视和电影产业发展的关键因素。具体到中国的情况，互联网的崛起和网络盗版的打击是近几年版权价格翻番上涨的重要因素，而未来版权价格能否继续上涨，有赖于三网融合真正推进、更加严格打击盗版的措施和内容创作自由度提升。

基于 3 个因素，我们认为领军的民营影视剧制作企业有机会突围而出。

- 中国电影电视剧单剧收入提升的空间巨大
- 电影电视剧衍生品空间巨大
- 电视台分散格局恐难改变，民营企业拥有机制优势

我们与市场不同的观点：

- 市场担心影视剧行业的高估值，我们认为盗版泛滥、渠道垄断和严格监管实际上使得中国影视剧内容产业的价值被低估，这三大因素的逐渐改善使得优质内容具有长期成长性，这是内容产业应该获得高估值的重要原因。
- 市场担心单片波动，我们认为华谊兄弟、华策影视和光线传媒等影视剧公司都是业内最优秀的制作公司，在管理机制、资金实力和营销渠道等方面优势明显，同时这些公司还在积极进行跨媒体多业务拓展。

行业估值与投资建议：

我们给予传媒行业“中性”投资评级，影视剧子行业“谨慎推荐”投资评级，主要推荐行业领军企业华谊兄弟，建议关注即将上市的节目制作公司光线传媒。

行业表现的催化剂：

- 1、卫星电视和 IPTV 政策阻力减弱，用户规模增长
- 2、政府出台更严厉的打击盗版政策

主要风险因素：

- 1、单片收入波动风险
- 2、核心团队流失风险

目 录

目 录	1
一、美国媒体产业的 4 大特点	1
二、美国电视产业的构成及特点	1
(一)、美国电视产业发展分为 3 个阶段	1
(二)、美国电视产业链条	2
二、美国电影产业的构成及特点	3
三、中国电视和电影产业最新情况	5
(一)、中国电视产业	5
(二)、中国电影产业	6
四、我们对中国电视和电影行业的核心观点	8
(一)、美国电视和电影产业化特点	8
(二)、制约中国电视和电影产业爆发性增长的短期因素	8
(三)、三大因素决定民营影视剧制作公司成长可期	8
五、重点上市公司	9
(一) 华谊兄弟 (300027.SZ): 最有潜力成长为综合性传媒集团的传媒企业	9

本文贡献：美国人口只占世界人口的 5%，但却控制了世界 75% 的电视节目的制作；美国电影生产量占世界电影产量的 6% 到 7%，却占据世界电影总放映时间的一半以上。我们希望通过对美国电视和电影产业的研究，探索影视剧上市公司面临的产业环境及投资机会。

一、美国媒体产业的 4 大特点

- 1、新闻媒体基本上都是私营的
- 2、新闻媒介的运作实行彻底的商业化（娱乐化成为媒体必然选择）
- 3、新闻媒介高度垄断
- 4、新闻媒介具有高度独立性（敢于并乐于监督政府、监督大公司的不法行为）

二、美国电视产业的构成及特点

（一）、美国电视产业发展分为 3 个阶段

表 1：美国电视产业发展历程

三大阶段	特点	产业催化剂
1960 - 1970 美国电视联播网时代	制播合一，“联播网+加盟台”，电视联播网在产业链中处于强势地位	
1970 - 1989 独立制作公司时代	1、制播分离，电视市场变成“买方市场” 2、尽管联播网仍然处于握有节目生杀大权的独特地位，但制作公司和辛迪加也快速发展起来 3、每个联播网每年从独立制作公司购买节目数量从 60 年代后期 800 个左右增加到 80 年代初的 2000 个	1、从 70 年代初开始，FCC 制订了一系列条例（《辛迪加财务法》、《黄金时间机会条例》等），打破垄断 2、禁止联播网制作和拥有自己黄金时间的节目，购买的节目除了播映权以外不得再获得任何利益，不得参与辛迪加出售节目等 3、制作公司获得节目的所有权和辛迪加版权 4、地方附属台每晚必须播出不少于 3 小时的联播网之外的娱乐节目 5、一个广播公司在全美最多只能拥有 12 家电视台；不能同时拥有无线、有线，电视台和电台；在同一个城市里不能拥有两家电视台
90 年代以后 大媒介联合企业的全球化时代	1、制播合一，独立制作公司被大媒介集团收编 2、媒体公司向综合性全球化方向发展 3、有线网络和卫星电视作为传输渠道开始崛起	1996 年《电讯法》 1、放宽广播电视、有线电视和电信的交叉媒体所有权限制 2、有线电视无须申请特许就可以运营电话业务 3、鼓励电信和互联网业进入传统媒介市场

资料来源：中国银河证券研究部

(二)、美国电视产业链条

目前，美国的电视市场基本上被 25 家大电视网所垄断。其中最大的有 5 家，包括 NBC、CBS、ABS、FBC、UPN 和 WB，每个电视网包括 10-60 家直属台和 200 个左右的附属台。

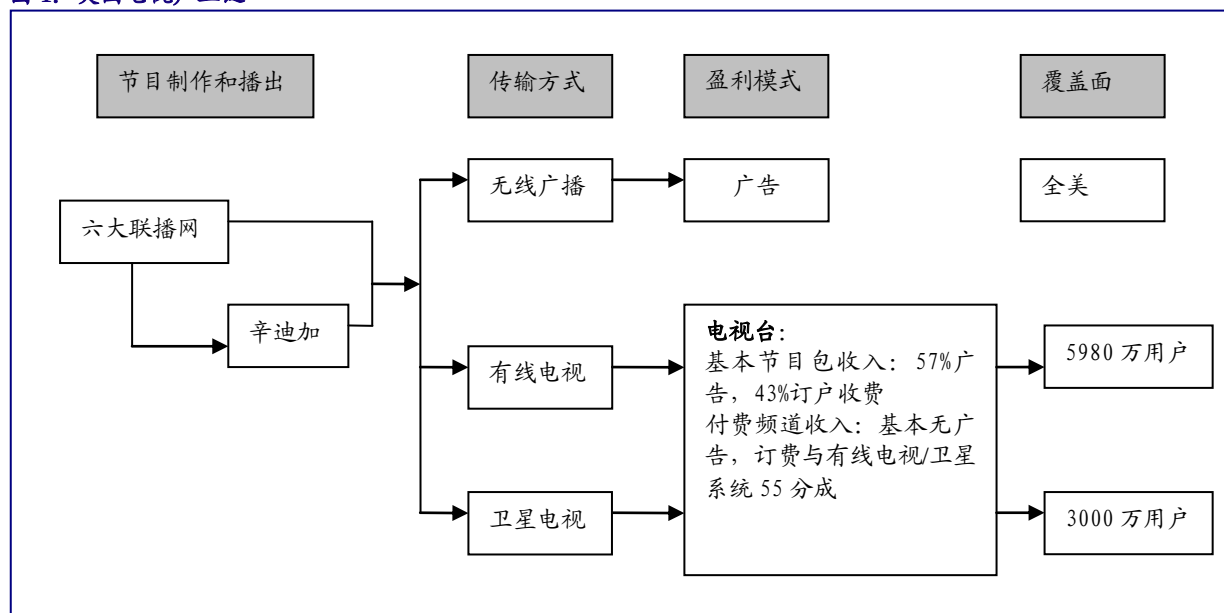
附属台以很低的价格把时间卖给电视网，作为交换，电视网向成员台给予资金补偿、免费传送提供节目以及吸引成员台客户的广告环境等。

表 2: 美国主要电视网

电视联播网	建立时间	家庭渗透率	观看家庭规模 (万户)	联播网类型	附属台
全美广播公司 (NBC)	1946	97.17	103624370	商业台	207
哥伦比亚广播公司 (CBS)	1946	96.98	103421270	商业台	204
美国广播公司 (ABC)	1948	96.75	103179600	商业台	201
福克斯广播公司 (FBC)	1986	96.18	102565710	商业台	179
公共广播服务(PBS)	1969			教育公共台	349
派拉蒙广播公司 (UPN)	1995	85.98	91689290	商业台	180
时代华纳公司 (WB)	1995	84.66	90282480	商业台	177
Pax Network (PAX)	1998	74.25	79185730	商业台	94
Trinity Broadcasting Network (TBN)	1973	32.9	35084970	宗教台	61

资料来源: 中国银河证券研究部

图 1: 美国电视产业链



注: 美国电视节目辛迪加开始是由多个节目制作公司为避免恶性竞争而建立的节目销售和发行联盟，是一种合作性的制片商联盟组织，而不是某一个节目制作公司的具体发行网络和发行行为随着美国电视节目市场扩张，辛迪加在美国电视节目交易体系中成为联结整个分销体系的纽带，介于节目制作公司和电视播出机构之间一个新的分销系统；通过辛迪加交易的主要是播映权而不是版权，版权仍由各节目制作公司所有；辛迪加在美国电视节目交易的产业链中集分销人、集成商和谈判平台为一体。

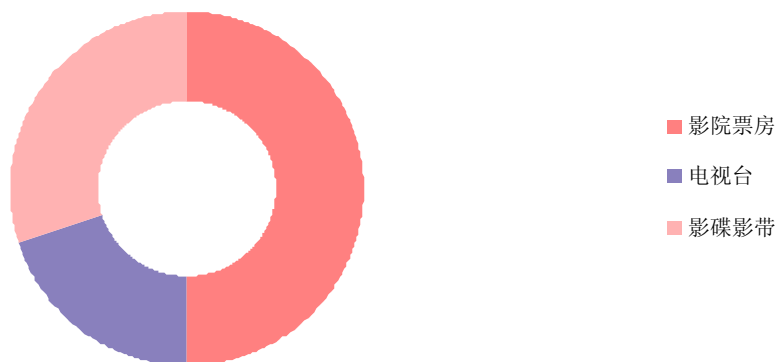
二、美国电影产业的构成及特点

美国是全球电影行业最为发达的国家,这有赖于好莱坞模式的电影生产制度以及对电影商业价值的深入挖掘。

(一)、电影收入来源多元化

归纳而言,一部典型的美国主流片上生产影片的收入组成为:50%来自碟带市场,30%来自影院,20%来自电视,还有其他如附属产品的销售收入等等,但占比例较小,可忽略。

图 2: 美国电影收入构成



资料来源: 中国银河证券研究部

(二)、技术进步提升票房

北美电影市场已经趋于成熟。近年来,随着观影人次的下降,北美地区的电影票房收入基本没有变化。然而进入 2009 年以来,由于 3D 电影带来的新潮流,票房收入有了些许的提高。2009、2010 年,北美票房总收入保持在 106 亿美元的水平,然而 3D 电影票房收入占比由 2009 年的 11%提升至 21%的水平。

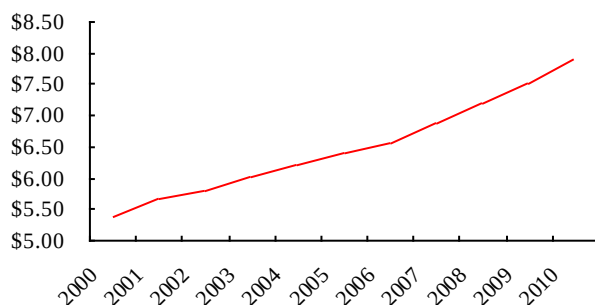
图 3: 北美地区观影总人次

单位: 十亿



图 4: 北美地区平均电影票价

单位: 美元

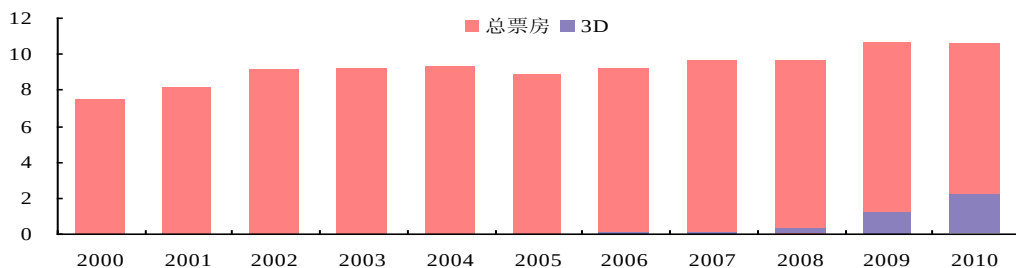


资料来源: Theatrical market statistics by MPAA

资料来源: Theatrical market statistics by MPAA

图 5: 北美地区票房总收入

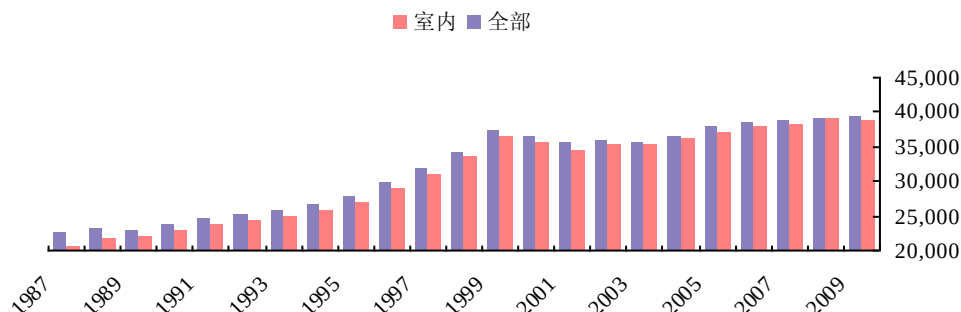
单位: 十亿美元



资料来源: Theatrical market statistics by MPAA

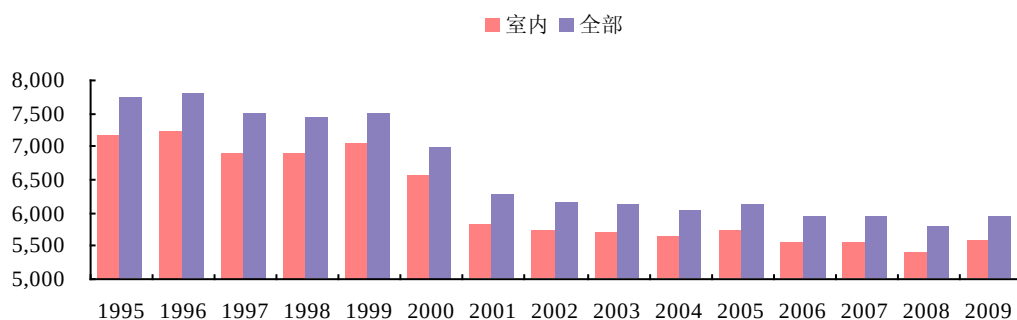
另一方面，近年来美国银幕数量缓慢增长，而影院数量却大幅度下降，这体现出美国影院观影人群集中度提高。美国的放映业由几条大院线控制，包括通用院线、联艺院线、AMC 院线、卡迈克院线、马库斯院线等等。大院线控制了大约 45%的银幕，却聚敛了 80%票房收入。

图 6：美国银幕数量



资料来源: National Association of Theatre Owners

图 7：美国影院数量



资料来源: National Association of Theatre Owners

(三)、电影其他主要收入来源

除影院票房收入外，影碟影带市场在美国电影产业中的重要性也是不可忽视的，占据其市场收入的 50%左右。其次，电视播映费也是美国电影收入的重要组成部分，占比较低，约为 20%。这 20%的构成主要包括：1)、收费电视，约占电影总收入的 8%；2)、无线电视网，约占电影总收入的 1.5%；3)、独立电视台，约占电影总收入的 4%；4)、海外电视，约占电影总收入的 7%。电视播映费基本是按播放次数收费的，但每次的播放费用都很高。一种简单的算法是，无线电视网播放 2 次的播映费大约是电影票房的 20-25%。

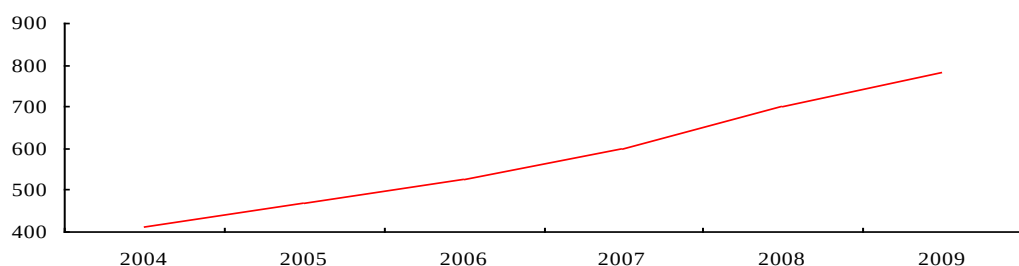
三、中国电视和电影产业最新情况

(一)、中国电视产业

与美国不同的是,在中国,有线电视订户的月费完全归有线网运营商所有,有线网运营商不但不需要向节目频道缴费,反过来频道节目供应商需要向有线网缴纳“落地费”。这样的情况下,频道节目供应商的唯一收入来源即广告收入。

宏观经济增长推动对电视广告需求量的增长,中国电视广告收入规模由 2004 年的 414 亿元增加到 2010 年的 970 亿元,年复合增长率 15.2%。

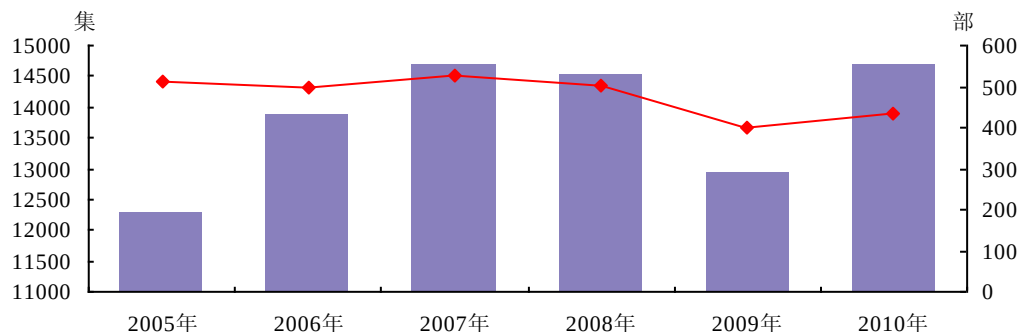
图 8: 全国广播电视广告收入情况 单位: 亿元



资料来源: 国家电影电视总局统计信息、中国银河证券研究部

电视剧领域,国内生产完成并获得发行许可证的电视剧数量由 2009 年的 402 部增加到 2010 年的 14685 部。

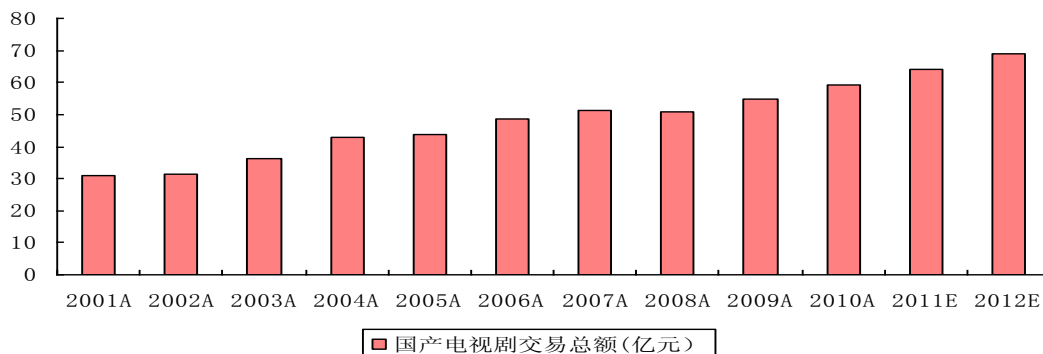
图 9: 国产电视剧投拍部数



资料来源: 国家电影电视总局统计信息、中国银河证券研究部

国家电视剧交易总额由 2001 年 31.1 亿元增加到 2010 年的 59.2 亿元,年复合增长率 7.4%。

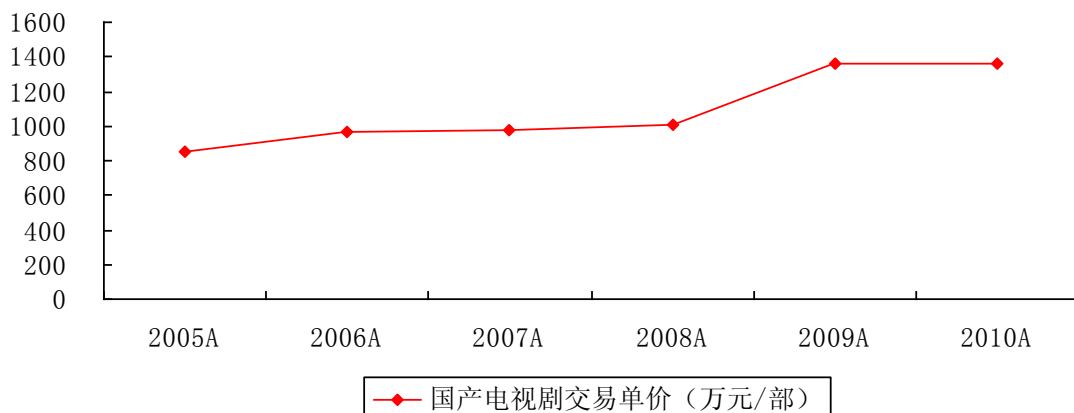
图 10: 国产电视剧交易总额



资料来源: 国家电影电视总局统计信息、中国银河证券研究部

国产电视剧交易单价从 2008 年的 1010 万元/部飙升至 2010 年的 1358 万元/部，推动产业规模的增长。

图 11: 国家电视剧交易单价



资料来源: 国家电影电视总局统计信息、中国银河证券研究部

从 2010 年数据来看, 海润影视、华谊兄弟、新文化传媒和华策影视首播新剧居行业前 4 位, 市场份额约 7.3%。

表 3: 2010 年首播剧最多的制作机构

排名	制作机构	2010 年国产电视剧(新剧)首播		排名	制作机构	2010 年国产电视剧(新剧)黄金档首播	
		部	市场份额%			部	市场份额%
1	海润影视	9	2.2	1	海润影视	9	3.66
2	华谊兄弟	8	1.95	2	华谊兄弟	8	3.25
3	新文化传媒	7	1.71	3	新文化传媒	7	2.85
4	华策影视	6	1.46	4	华策影视	4	1.63

资料来源: 国家电影电视总局统计信息、中国银河证券研究部

(二)、中国电影产业

在中国, 电影的主要收入来源为影院票房, 占比高达 90%左右。其他如植入性广告等衍生品的收入来源则占 10%左右。

电影收入构成

由于缺乏像美国一样强有力的版权规范制度, 国内电影盗版版权情况较为严重, 也因此严重影响了电影的收入来源。

图 12: 中国电影收入构成



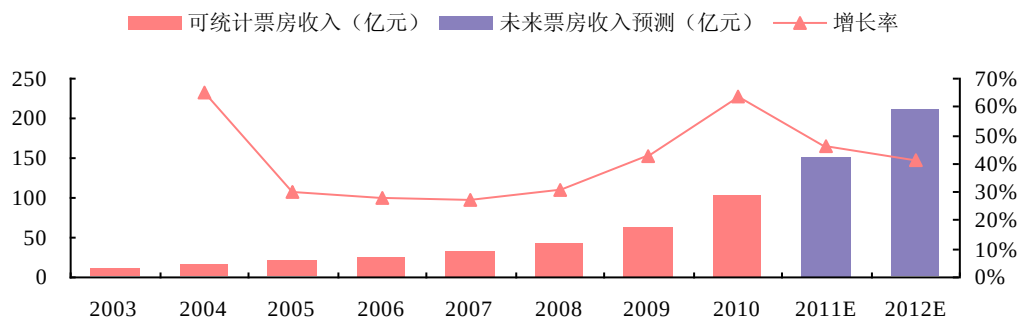
资料来源: 中国银河证券研究部

影院票房收入增速明显

国内电影票房收入在近年上升速度较快。2010 年，全国电影票房收入实现了 101.72 亿，首次突破 100 亿大关，成为中国电影史上的标杆事件。

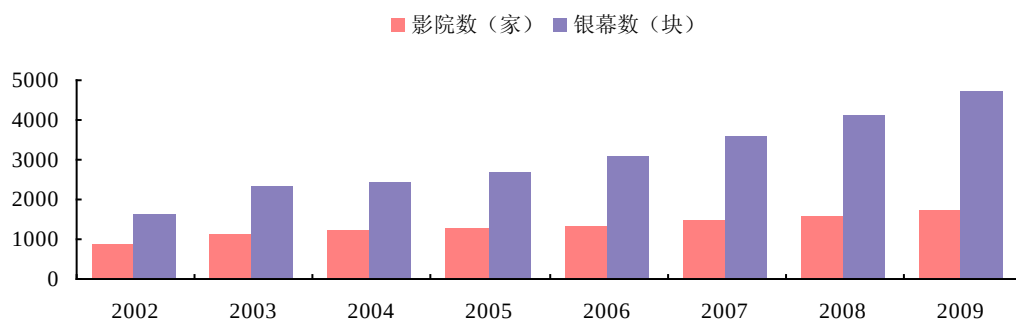
图 13: 全国城市电影票房统计

单位: 万元



资料来源: 艺恩咨询, 2010 年中国文化产业发展改革

图 14: 中国影院数和银幕数增长走势



资料来源: 国家广电局, 艺恩咨询

四、我们对中国电视和电影行业的核心观点

(一)、美国电视和电影产业化特点

● 监管政策和技术革命是两大核心驱动因素

无论是 70 年代颁布的一系列政策还是 1996 年的《电信法》，都对产业链价值分配和企业经营形态产生深远影响。

有线网络、卫星电视和互联网为视频内容产业提供更多更便捷的传输通道，3D 技术的发展推动人均票房的提升。

● 综合性全球化的媒体集团成为主流

媒介融合是指基于数字化技术的不同媒介之间的资源共享。过去 10 年，传统媒体面临新的行业环境，一是新媒体的崛起，二是全球化成为主流。为了获得规模经济和范围经济，传统媒体企业不断进行多媒体拓展和全球化拓展，以期降低成本，拓展新的业绩增长点。

(二)、制约中国电视和电影产业爆发性增长的短期因素

● 盗版泛滥

虽然网络视频领域打击盗版卓有成效，但是社会整体对盗版的打击还缺乏法律的监督，比如对盗版 DVD 和玩具的打击，这使得内容无法实现衍生价值。

● 监管严格

与美国纯商业化的媒体不同，中国传统媒体还承担着意识形态的宣传职能，尤其是电视领域的产业化程度很低，对内容领域的监管非常严格。

● 渠道垄断

三网融合进展缓慢，有线网络的渠道垄断依旧。

(三)、三大因素决定民营影视剧制作公司成长可期

在目前错综复杂的产业环境下，行业领军民营企业更有机率突围而出。

● 电影电视剧质量提升的空间还很大

从电视剧来看，美国一般剧集（40-60 分钟）的制作成本一般在每集 200-400 万美元左右，情景喜剧（20-30 分钟）则在每集 100 万元左右，是中国电视剧制作成本的 13-25 倍。

从电影来看，阿凡达全球票房达到 27 亿美元，中国票房达到 14 亿元，而中国目前票房最好的电影收入也未超过 7 亿元。

● 电影电视剧衍生产品空间还很大

与美国电影电视剧行业相比，由于盗版的影响，国内电影电视剧衍生品基本没有发展起来，未来可开发的领域巨大。

● 电视台分散格局很难改变，民营企业拥有机制优势

截至 2010 年底，全国共有广播电台 227 个，电视台 247 个，广播电视台 2120 个，教育电视台 44 个，电视频道接近 4000 个。

基于意识形态宣传职能，预计各地方电视台仍将延续事业单位机制，无法形成类似美国的电视联播网和综合性的传媒集团。

民营影视剧制作企业机制更为灵活，能够为各地方的分散的电视台提供高质量的节目，弥补其市场化能力的不足，如光线传媒已经为国内的 307 个电视频道提供节目。

五、重点上市公司

(一) 华谊兄弟 (300027.SZ): 最有潜力成长为综合性传媒集团的传媒企业

关键指标预测

投资评级 推荐

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	409.35	604.14	1071.71	1310.00	2098.58
增长率(%)	74.35%	47.59%	77.40%	22.23%	60.20%
归属母公司股东净利润	68.06	84.55	149.21	220.85	349.32
增长率(%)	16.86%	24.22%	76.46%	48.02%	58.17%
每股收益(EPS)	0.113	0.140	0.247	0.365	0.578
销售毛利率	53.74%	46.25%	47.23%	46.66%	48.08%
销售净利率	16.63%	13.90%	14.00%	16.95%	16.74%
净资产收益率(ROE)	27.44%	5.71%	9.61%	13.06%	18.29%
市盈率(P/E)	130.35	104.93	59.46	40.17	25.40

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究所

驱动因素、关键假设及主要预测:

假设未来 2 年电影业务收入同比分别增长 -10%和 83%, 电视剧及衍生品业务同比增长 87%和 39%, 艺人经纪同比增长 18%和 15%, 公司综合毛利率分别为 47%和 48%。

我们与市场不同的观点:

- 1、市场担心公司 PE 过高, 我们认为腾讯 16 元/股溢价收购已经体现公司长期投资价值, 公司未来 2 年 CAGR53%, 考虑到公司行业地位和多元化布局领先优势, 我们认为可以给予 PEG = 1 的估值水平。
- 2、从业绩上来看, 我们对公司 2011 年业绩增速略低于市场预期, 2012 年业绩更为乐观。2012 年电影大年和多元化布局对业绩初步产生贡献的影响, 2012 年的业绩加速增长是大概率事件。
- 3、市场担心公司多元化, 我们认为公司多元化布局使得公司在全媒体方面抢占先机, 最大限度的实现优质内容的价值。

公司估值与投资建议:

我们预计公司未来 2 年 EPS0.365 元和 0.578 元, 给予“推荐”评级和 20.2 元的目标区间。

股票价格表现的催化剂:

- 1、中报业绩超预期
- 2、公司与腾讯进一步的合作

主要风险因素:

- 1、小非持续减持
- 2、单个电影或者电视剧销售不理想
- 3、核心团队流失

表 4: 三大报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	409.35	604.14	1071.71	1310.00	2098.58
减: 营业成本	189.38	324.71	565.54	698.79	1089.67
营业税金及附加	15.05	26.41	33.54	40.99	65.67
营业费用	63.14	88.32	232.03	222.70	377.74
管理费用	25.59	36.53	58.27	70.74	113.32
财务费用	9.01	10.46	-12.26	-9.95	-6.76
资产减值损失	19.99	13.40	13.10	13.00	13.00
加: 投资收益	-1.30	-2.72	1.03	7.00	7.00
公允价值变动损益	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
营业利润	85.89	101.59	182.54	280.72	452.94
加: 其他非经营损益	-1.95	13.81	7.80	13.00	13.00
利润总额	83.94	115.40	190.34	293.72	465.94
减: 所得税	15.87	31.43	40.33	71.68	114.73
净利润	68.06	83.98	150.01	222.04	351.20
减: 少数股东损益	0.00	-0.58	0.80	1.19	1.88
归属母公司股东净利润	68.06	84.55	149.21	220.85	349.32
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
货币资金	69.64	1048.08	818.12	508.33	393.29
应收和预付款项	213.08	306.29	583.61	553.25	1257.22
存货	231.93	281.96	226.28	683.72	735.29
其他流动资产	0.00	0.00	4.20	4.20	4.20
长期股权投资	14.72	4.65	183.69	183.69	183.69
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	6.97	30.72	68.67	49.56	30.45
无形资产和开发支出	0.00	0.00	77.19	77.19	77.19
其他非流动资产	5.39	13.13	16.12	12.82	9.53
资产总计	541.73	1684.83	1977.88	2072.75	2690.86
短期借款	165.00	5.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	115.68	195.92	407.63	369.68	773.61
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	293.72	200.92	407.63	369.68	773.61
股本	126.00	168.00	336.00	604.80	604.80
资本公积	68.40	1174.64	979.12	710.32	710.32
留存收益	53.61	138.17	236.97	375.61	594.90
归属母公司股东权益	248.01	1480.80	1552.09	1690.73	1910.02
少数股东权益	0.00	3.10	18.15	19.34	21.23
股东权益合计	248.01	1483.90	1570.25	1710.08	1931.25
负债和股东权益合计	541.73	1684.83	1977.88	2079.75	2704.86
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
经营性现金净流量	-60.59	52.77	91.67	-247.28	-1.52
投资性现金净流量	-43.87	-26.38	-232.95	9.75	9.75
筹资性现金净流量	140.65	964.23	-82.61	-72.26	-123.27
现金流量净额	36.19	990.62	-223.89	-309.79	-115.04

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

许耀文，传媒行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

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，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）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