

2010-04-19
策略动态报告

政策对文化产业形成长期利好

◇事件：九部门下发《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》

◆《指导意见》对文化产业形成长期、持续的正面作用

日前，九部门下发金融支持文化产业的指导意见。这是新中国第一个金融全面支持文化产业的文件，我们认为这是承上启下的全局性指导意见，后续政策年内可望陆续出台。《指导意见》多角度改善文化企业融资环境，从这个方面看，该政策对上市公司影响不显著。但从改善行业整体经营环境看，《指导意见》对规范版权市场、提升企业价值有着长期、持续的正面作用。

◆文化消费需求的快速发展与缺乏畅通的融资渠道的失衡

以我国电影为例，快速增长的票房收入说明文化消费需求维持旺盛增长。另一方面，中小企业及民企融资难的问题一直困扰着地方政府和企业，阻碍了行业进一步发展。这是因为文化企业无形资产较多，评估作价困难，金融机构参与积极性较低。长期以来这种局面得不到改善，一定程度上抑制了行业发展，而美国和韩国的例子证实外部资金对促进文化产业有重要作用。

◆《指导意见》将从四个方面改善文化产业融资环境

完善无形资产评估。《指导意见》出台将加速无形资产评估体系的建设，文化企业的价值认定公开、透明化是融资的第一步。

信贷环境更加宽松。在国家重视下，部分地区和部门通过行政手段推动银行与文化企业的战略合作，但我们认为银行放贷的积极性仍然植根于安全和收益。因此，文化企业的信贷环境宽松程度得到改善，长期来看还有赖于创新型信贷产品的创造。

融资渠道拓宽。推动文化企业的资本市场直接融资和再融资，鼓励险资和风险资金进入新兴产业，利于形成银行外的资金补充。

保障体系完善。《指导意见》明确鼓励开发知识产权险、完工险和损失险，覆盖文化创意过程的中后期，有利于分散文化创作风险。

◆对上市公司形成长期利好

传媒行业是典型的小市值、大行业，《指导意见》出台将加快传媒企业上市步伐。现有的文化传媒上市公司中，轻资产企业融资需求偏小，有线电视板块融资需求较大。潜在的融资需求还包括内容制作型企业和有扩张预期的企业。

《指导意见》对上市公司形成长期利好，体现在版权市场的规范，将引导文化消费需求向正规出版发行企业回归；无形资产评估体系的建立，有利于提升上市公司内在价值。

◆推荐具有内容产权优势的新兴产业

《指导意见》指出，对于处于成熟期、有较好盈利模式和盈利能力的文化企业给予重点扶持，这也符合国家培育文化产业大型企业的方向。我们认为，文化传媒板块价值最终将从渠道建设向内容创作回归。长期看，这也是文化产业振兴的根本源动力。因此，我们重点推荐具备内容产权优势的新兴产业，包括华谊兄弟、奥飞动漫，转型阶段的博瑞传播，以及涉足网络文学、数字出版的出版传媒。

策略分析师：

郭国栋（执业证书编号：S0930209050194）

guogd@ebsecn.com

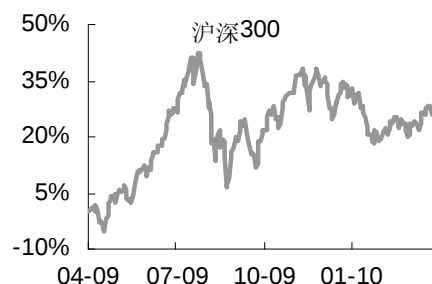
021-22169168

范敏（执业证书编号：S0930209110229）

fanmin@ebsecn.com

021-22169039

大盘表现(12个月)



相关报告：

4月8日，中宣部、中国人民银行、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会及保监会等九部委联合发布《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》。

这是近年来首个金融行业全面支持文化产业繁荣振兴的文件，既是对《国务院关于印发文化产业振兴规划的通知》精神的进一步贯彻，也为下一步各部门指定扶持政策的细则给出了方向。与《国务院关于印发文化产业振兴规划的通知》相比，《指导意见》细化程度和方向性更加明确。

我们撷取《指导意见》要点如下：

- 一、加大有效信贷投放，主要是通过开发信贷产品及贷款方式。其中，重点指出对于**处于成熟期、经营模式稳定、经济效益较好的文化企业**，要优先给予信贷支持。**拓宽文化企业质押贷款适用范围。**
- 二、完善授信模式，加强和改进对文化产业的金融服务。包括：对不同文化企业，可采取灵活的定价机制及确定贷款期限；向文化企业提供积极主动的金融服务；开发文化消费信贷产品等。鼓励金融企业开发分期付款等信贷品种，扩大对文娱、会展旅游、动漫、数字产品、电子出版、高清电视、付费电视、电影等消费信贷投放，加强网上银行及完善银行卡使用环境。
- 三、发展文化企业资本市场，扩大直接融资规模。鼓励处于成熟期、经营较为稳定的文化企业在主板市场上市，鼓励已上市的文化企业通过公开增发、定向增发等再融资方式进行并购和重组。**适当放宽风投、私募基金进入初创阶段的新兴文化产业条件。**
- 四、培育和发展文化产业保险市场。**保险机构应开发适合文化企业需要的保险产品**，分散文化产业项目运作风险。
- 五、建立健全配套机制。包括：设立文化发展专项资金、多层次贷款风险分散和补偿、**完善知识产权法律体系等。**

文化产业融资难，不仅是企业和银行之间的问题，涉及到评估机构、保险等诸多非银行金融机构，《指导意见》着手于从产权评估、担保及信贷产品创造整个流程，全方位解决文化产业融资难问题，我们认为这是区别《指导意见》与以往扶持政策的最大不同。

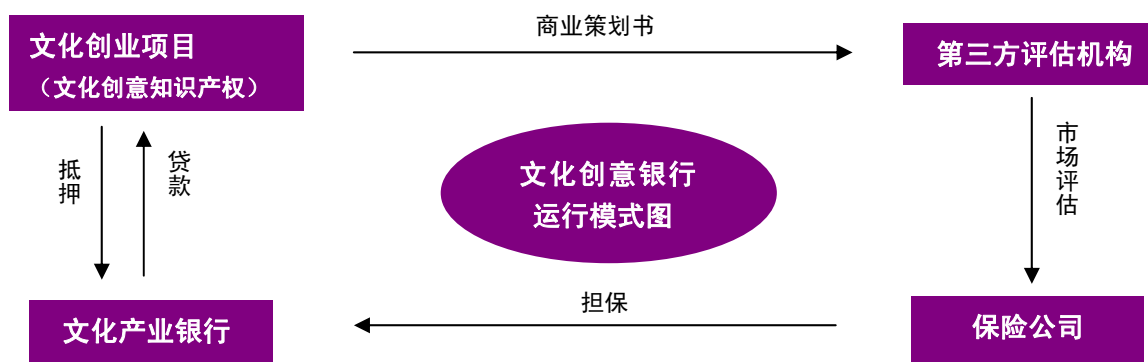
从对行业影响程度看，《指导意见》中对相关政策落实有明确细化，下级部门制定扶持细则有例可循，将从根本上改善文化企业的融资环境。对上市企业而言，由于上市公司融资渠道较一般中小型企业更多，因此短期来看，《指导意见》对其影响力不显著。但《指导意见》是《文化产业振兴规划》后续政策，有利于改善文化产业发展环境，从长期来看，《指导意见》对上市公司起长期、持续的正面作用。

一方面，文化产业没有畅通的融资渠道

加大信贷支持、拓宽融资渠道不是新鲜词，近年来地方政府和文化部门一直推动加大对文化产业的扶持。抵押和担保是最常用的银行放款条件，但对于轻资产的文化企业来说，无形资产在公司总资产中占比较多。因此，在2006年业内就有关于第三方评估、保险公司介入、文化企业向银行融

资的模式讨论。

图表 1：文化企业融资模式



资料来源：光大证券研究所

这一模式在国外已运行多年，是文化企业相对较成熟的融资链。由于涉及多方金融机构，文化创意评估作价难以认定，保险公司缺乏承保积极性，银行业向文化产业放贷意向并不强烈，而中小型文化企业大多只有银行贷款一条融资渠道。

以文化产业中最强势的影视领域为例，银行对其融资条件甚为苛刻。主要体现在：基本均为项目贷款，流动资金贷款极少；项目均具有较高知名度；担保条件严格。二是融资额度占总投资比例不高，列表中仅集结号借款比例达到 62.5%，其余的项目融资比例不超过 30%，而且制作投资还不包含后期营销费用等。

图表 2：部分影视作品融资模式

	发行时间	借款银行	借款额度	制作总投资	借款条件
画皮	2008 年	北京银行	1000 万	1500 万美元	版权及总经理个人无限连带责任担保
集结号	2007 年	招商银行	5000 万元	8000 万	版权及总经理个人无限连带责任担保
夜宴	2006 年	深发展	5000 万元	2000 万美元	中国出口信用公司担保
满城尽带黄金甲	2006 年	渣打银行	1000 万美元	3.6 亿	预售合同抵押
北京人在纽约	1993 年	中国银行	150 万美元	不详	北京电视艺术中心资产抵押
功夫之王	2008 年	广发银行	6500 万	7500 万美元	中国进出口信用保险公司

资料来源：光大证券研究所

电影产业的融资体系，在国外已有成熟模式。与我国电影以自筹资金拍摄不同，在美国约有 25% 的影片投资来自银行贷款，来自基金的融资超过 50%，由于电影回报和宏观经济、股市关联度较小，回报率可观，对基金有较大吸引力。股权融资、发行债券、版权和票房收入资产证券化是通用的融资手段。

韩国电影的起步也始于融资渠道的拓宽，电影制作人通过销售发行权和版权获取投资，或向银行贷款、抵押版权融资，近年来甚至出现通过互联网

募集社会资金的情况，例如《我的老婆是大佬》就是通过互联网融资。此外，韩国政府也适时开辟了多个投资基金管理机构，如电影委员会（KOFIC）等。

发达地区的电影保障体系也相对完善。好莱坞至少有 3 家保险公司在做影视产业，好莱坞每位导演、演员、编剧等的相应身价和票房号召力都有市场累积的数据，有不同的等级，一个剧组启动前要上保险是基本的常识，保险公司的一个评估班子能立刻算出某个剧组能有多少票房指数，根据这个班底的级别给予一个保险额，如果级别较弱收取的保险费就很高，保险公司可以赚取巨额利润。而如果剧组发生意外或者票房达不到保险公司评估的额度，保险公司会按比例赔付，银行参照保险公司的估值额度，按比例提供贷款。

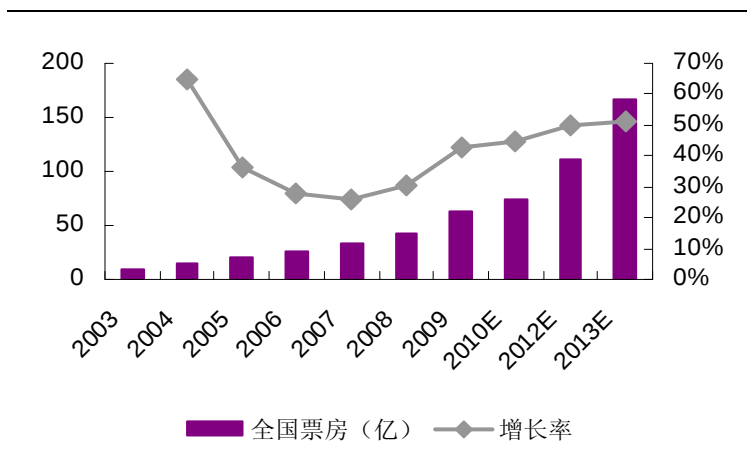
与此相比，我国知识产权评估体系在发展初期显得尤为稚嫩，版权收入认定不清，金融机构参与热情度很低。而且，地方中小文化企业多为民营企业，与以大企业和重点企业为主的国企相比，无论是规模还是实力都存在较大差距，而且文化企业以知识产权、文化创意等“软资产”为主，固定资产较少，很难从银行获得抵押贷款。因此，虽然国家多次出台扶持政策，但真正对文化产业起到支持作用的银行信贷不多，且多以政策性贷款为主。

另一方面，现阶段文化产业处于高速发展初期

现阶段我国文化产业，尤其是新兴文化产业处于繁荣发展初期，文化消费需求随着经济水平提高高速发展。仍以电影为例，2008 年，在全球金融危机背景下，我国电影票房强劲增长 30.48%，2009 年更创造增长 42.96% 的惊人成绩。

图表 3：我国电影票房快速增长

电影票房及增长率



资料来源：广电总局 光大证券研究所

从我国史上电影票房排行榜来看，占前 10 位的大片 5 部出现在 2009 年及之后，9 部出现在 2005 年以后，这说明大片涌现的数量以及单片票房都在急剧增长中。

图表 4：我国电影史上票房排行榜

电影	票房（亿元）
阿凡达（2010）	13.25
2012（2009）	4.66
变形金刚（2009）	4.55
建国大业（2009）	4.2
泰坦尼克（1998）	3.6
非诚勿扰（2008）	3.25
赤壁上（2008）	3.21
十月围城（2009）	2.93
满城尽带黄金甲（2006）	2.91
变形金刚（2007）	2.82

注：截止 2010 年 4 月 11 日

资料来源：中国电影网 光大证券研究所

《指导意见》全方位改善文化产业融资环境

1、完善无形资产评估

文化企业要融资，除了《指导意见》中提到的应收账款质押、仓单质押等创新型信贷产品，更通用的是版权质押。这就必须先解决无形资产的评估作价。《指导意见》明确规定：抓紧制定和完善专利权、著作权等无形资产评估、质押、登记、托管、流转和变现的管理办法。充分发挥上海文化产权交易所、深圳文化产权交易所等交易平台的作用，为文化企业的著作权交易、商标权交易和专利技术交易等文化产权交易提供专业化服务。

此前，我国的版权交易多数属于圈内交易、私下交易，其结果是产生了大量暗箱操作，缺乏活跃的公开交易市场，导致版权价值认定无据可循，大量优质版权价值无法得到有效开发。

据悉，中国国际版权交易中心经过 2 年多时间准备，文化产权评估体系预计年内可以完成。《指导意见》推出可望加快评估体系的应用，未来版权交易量可望呈现快速增长。去年一年中国国际版权交易中心的交易额在 1 亿元左右，而今年仅第一季度，该交易中心的交易额已经达到 1 亿元，交易成功领域主要集中在影视、动漫和出版等类型的文化产权上，预计今年全年的交易额将达到 4 亿元。评估体系及活跃、公开的交易平台将解决困扰已久的文化创意版权作价，为其后续融资奠定基础。

2、信贷环境宽松

改善文化企业融资环境，是地方政府和相关部门一直在推动进行的。我们发现，在 2009 年 9 月国务院出台《文化产业振兴规划》前后，主管部门和一些地方政府与银行签订了一系列战略合作协议，希望以行政作用推动文化企业信贷体系建设。

图表 5：文化企业与银行战略合作

文化企业或部门	金融企业	合作协议	时间
文化部	中国银行	《关于申报“中国银行支持文化产业发展贷款”有关事项的通知》	2009 年 4 月
成都市政府	国家开发银行	《支持成都市文化产业发展合作备忘录》	2010 年 4 月
文化部	进出口银行	《关于扶持培育文化出口重点企业、重点项目的合作协议》	2009 年 3 月
新闻出版总署	中国银行	《支持新闻出版业发展战略合作备忘录》	2009 年 8 月
广东省国有经营性文化资产监督管理办公室	建设银行广州分行、光大银行广州分行、民生银行广州分行	广东文化与金融战略合作	2010 年 1 月
青岛市政府	招商银行	支持文化创意产业发展签署战略合作协议	2009 年 6 月

资料来源：光大证券研究所

这证明在《振兴规划》带动下，局部地区的文化产业融资难度在降低。以广东文化与金融战略合作为例，广东省 2008 年文化产业增加值超过全国的 1/4，巨大收益吸引地方银行主动为其提供信贷服务，针对文化企业融资渠道单一，缺乏资产抵押物等问题，银行方面成立评估专家组对企业的无形资产进行估价，无抵押企业也有可能获得贷款。

然而，我们认为文化企业融资环境逐渐宽松，银行放贷积极性仍有待提高，毕竟贷款要以收益和安全性为首要条件。为此《指导意见》充分考虑到银行方面的利益，明文规定抵押范围可从产权、版权等扩大到应收账款、仓单、设备等。

- 对具有稳定物流和现金流的企业，可发放应收账款质押、仓单质押贷款；
- 对于文化活动中需要相关设备的企业，可发放融资租赁贷款；
- 对于具有优质商标权、专利权、著作权的企业，可通过权利质押贷款等方式，逐步扩大收益权质押贷款的适用范围。

3、融资渠道拓宽

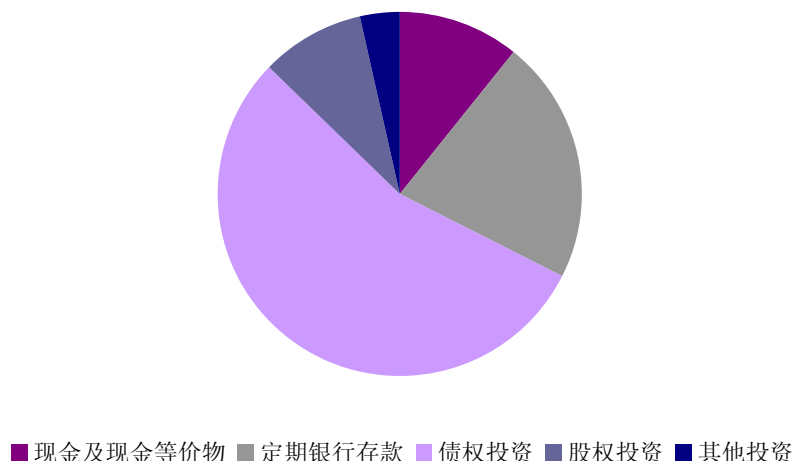
《指导意见》指出，推动符合条件的文化企业上市融资，已上市的文化企业通过公开增发、定向增发募集资金，支持文化企业通过债券市场融资，鼓励险资投资文化企业的债权和股权，放宽风投、私募等风险偏好型投资者进入初创阶段的新兴文化业态。

支持符合条件的文化企业上市融资，是从 2008 年底以来管理部门一直强调的，一些改制完成的地方文化企业也正是在 2007-2009 年之间成功上市融资。本条意见基本是对以往政策的延续，没有太多创新。但《指导意见》首次提出鼓励险资进入文化产业领域，以及放宽风投、私募等风险偏好型

投资者进入初创阶段新兴文化企业，是我们较为关注的。

根据对上市的三大保险企业统计，投资资产中 64%是债券和股票，11%为货币资金，其他投资仅占 3.5%左右，由于险资体量较大，其他投资绝对额也达到 300 亿元左右。

图表 6：险资投资其他领域份额小



资料来源：公司半年报 光大证券研究所

投资范围偏小，影响到保险企业收益率，进而限制险种范围，最终将阻碍保险企业发展。由于险资投资范围受保监会规定限制，近年管理机构也在试图探索拓宽投资渠道的途径。投资渠道拓宽的若干政策可望在 2010 年进入实施阶段，其中主要包括：债券投资范围拓宽，基础设施项目债权投资，不动产投资及未上市公司股权投资。预计投资基础设施项目，不动产中的廉租房、养老实体和未上市公司股权中的关系国家能源战略产业的龙头企业是险资投资重点内容，这说明险资拓宽投资领域向国家扶持产业倾斜可能性较大。

《指导意见》出台后，“全国文化系统文化产业金融工作电视电话会议”随即召开，预计各部门将制定相关扶持政策，鼓励险资投资文化产业的相关政策有望在年内出台。

近年来非公资本在我国文化产业中是发展得最快最活跃的一支力量，尤其在新兴文化领域，如网游、动漫、电影、数字产品等，已成为主导新兴产业的重要力量。但我国对传媒文化领域的监管较为严格，对非公资本的管理思路是严格监管下加以引导。因此，在一些原则上放开的领域，如视频内容制作、互联网经营等领域，非公资本受到限制条件很多，生存较艰难。

图表 7：非公资本投资文化领域限制

非公资本鼓励类投资	非公资本有限进入	非公资本禁入	外资禁入	外资有限进入
-----------	----------	--------	------	--------

动漫和互联网游

戏开发	参股国有发行企业	出版物进口业务	卫星广播电视接收	出版物印刷
	广播电视和广播电台			
包装装潢及其他印刷	的音乐、科技、体育、娱乐方面的节目制作	音像制品成品等文化产品进口	卫星电视接收机及关键件生产	书报刊音像制品发行企业股份制改造
			外商投资旅行社不得经营	
图书、报纸、期刊批发、零售及连锁	参股国有电影制作发行放映企业	国有文物博物馆	出国及赴港澳台地区业务，不得设立分支机构	音像、电子出版物复制
	建设和经营有线电视接入网，参与数字化改造			
电视剧制作			网络游戏运营	音像制品批发及零售
电影制作发行	院线和电影院的建设		网上视频节目运营	设立电影技术公司
				演出场所的经营和设立
农村电影放映	互联网文化单位			文化艺术经纪代理
	互联网服务营业场所			投资高档纸及纸板制造企业
	广播电视广告代理			

资料来源：光大证券研究所

我们预计，鼓励风投、私募基金等进入新兴文化领域，将体现在减少审查环节、减免税收等方面。

4、保障体系完善

《指导意见》首次提出，推动保险产品的创新，探索开展知识产权侵权险、完工险、损失险等，探索开展信用保险业务，弥补在信用担保体制在支持服务业融资方面的不足。

我国保险公司对文化创意领域的险种创设几乎是空白，仍然是因为文化内容的创作中，风险与收益都难以测量和认定。《指导意见》提到的“知识产权侵权险”、“完工险”和“损失险”覆盖文化创作过程的中、后阶段，有利于文化企业最大分散创作风险，提高其创作积极性。

对传媒板块上市公司形成长期利好

A 股传媒板块属于典型的小市值、大行业，上市公司仅代表小部分文化企业。2008 年 15 家传媒上市公司创造净利润 20 亿元，而同期全国文化产业增加值接近万亿元。已上市企业基本代表了传媒文化领域子行业区域龙头，与融资困难的中小民企相比，上市公司在资金渠道方面较有优势。

我们认为，《指导意见》虽然是从金融支持角度出发，但这是承《文化产业振兴规划》之上，启各部门后续政策之下的中间政策，预计年内各部门具体后续政策将陆续出台，最终构建全方位政策体系，实现文化产业繁荣。从这个角度来看，《指导意见》对上市公司的影响应是长期的和持续的。

传媒板块扩容，融资渠道拓宽

传媒板块上市公司与其行业规模严重不成比例，预计未来传媒板块将成上市步伐最快的行业之一。从去年下半年到今年年初，先后有皖新传媒、奥飞动漫、华谊兄弟、东方财富、蓝色光标等传媒企业上市，十余家出版集团也在加紧筹备上市。

根据主要上市传媒文化企业的资产负债表，银行借款、可转债、短融券是其主要的融资手段。其中，除中视传媒和几个新上市企业融资需求较低外，轻资产公司如博瑞传播、奥飞动漫、中视传媒、北巴传媒等融资量相对较少，且多是补充流动资金，有线电视是子板块中最差钱行业。

图表 8：我国上市传媒文化企业融资渠道和数量

证券代码	证券简称	短期借款	一年内到期的 非流动负债	长期借款	备注
600037. SH	歌华有线	0	0	0	2010 年发行 18 亿元可转债
601999. SH	出版传媒	8000	0	0	
600551. SH	时代出版	2200	0	0	2009 年预计发行 5000 万股，募集不 低于 6.5 亿元现金
000504. SZ	赛迪传媒	7000	0	0	
600880. SH	博瑞传播	4000	54	0	2010 年发行 4 亿元企业债
300059. SZ	东方财富	0	0	0	
600825. SH	新华传媒	32000	0	0	2008 年发行 20 亿元企业债
300027. SZ	华谊兄弟	11000	0	12000	
300058. SZ	蓝色光标	0	0	0	2008 年发行 20 亿元企业债
600832. SH	东方明珠	80000	0	0	
601801. SH	皖新传媒	0	0	0	2008 年发行 10 亿短期融资券
002292. SZ	奥飞动漫	3500	500	1500	
600088. SH	中视传媒	0	0	0	2008 年发行 10 亿短期融资券
600386. SH	北巴传媒	5500	3157.80	312.08	
002181. SZ	粤传媒	2000	2000	2000	2008 年发行 10 亿短期融资券
002238. SZ	天威视讯	0	10000	10000	
600373. SH	鑫新股份	34323	5000	16100	2008 年发行 10 亿短期融资券
000793. SZ	华闻传媒	5000	0	32532.07	
600831. SH	广电网络	29000	0	58000	2008 年发行 10 亿短期融资券
000917. SZ	电广传媒	92455	60000	258840	

资料来源：wind 光大证券研究所

这是因为有线网络近年面临固定资产更新需求，对资金需求量较大。由于有线网存在潜在的收购行为，更需要银行甚至银团贷款，有线电视未来相当长一段时间内仍将引领最烧钱行业。

此外，潜在的融资需求还存在于华谊兄弟、奥飞动漫这类有内容制作型企业。虽然目前上市募集资金充裕，但内容制作消耗巨大，向银行借流动资金仍存在一定难度。

最后一类是有业务扩张预期的企业，如出版集团和博瑞传播。近年我国出版行业处于整合转型时期，资金周转期较长，存在一定融资需求。此外，博瑞传播的新媒体收购计划预计也有一定融资需求。

版权市场逐渐规范

我国版权市场不发达的另一个原因是盗版盛行。正是由于盗版分流了相当大一部分文化消费需求，导致我国电影制作企业收入的 80% 以上只能来自于票房收入，而美国日本等地票房收入只占总收入的 30% 以上，其余部分来源于 DVD 等版权销售。某些地区的盗版书市场已超过正版书市场。

规范版权市场，必然要先打击盗版，预期相关法律和保护措施会尽快出台。文化消费需求被引导到正规企业发行物，最终体现为文化企业的收入和利润。

无形资产价格评估提升企业价值

文化企业无形资产较多，市场上没有通用的评估体系，例如市场可以估算出冯小刚与华谊签约期间出产影片的票房收入，却无法计算冯小刚这一品牌的市场价值，实际上品牌价值同样可以转化为企业利润。由于缺乏对无形资产的评估，市场实际上并没有，或者说不充分地将品牌效用考虑进入公司价值。

随着评估市场的发展，文化类上市企业，尤其是内容制作型文化企业，内容认同度的提高将提升其品牌价值，进而增强公司在行业内的竞争力。

推荐具备内容产权优势的新兴产业

从《指导意见》精神来看，对于处于成熟期、有较好盈利模式和盈利能力的文化企业给予重点扶持，这也符合国家培育文化产业大型企业的方向。我们认为，文化传媒板块价值最终将从渠道建设向内容创作回归。长期看，这也是文化产业振兴的根本源动力。因此，我们重点推荐具备内容产权优势的新兴产业，包括华谊兄弟、奥飞动漫，转型阶段的博瑞传播，以及涉足网络文学、数字出版的出版传媒。

分析师介绍

郭国栋，北京大学中国经济研究中心经济学硕士，2005 年加盟光大任煤炭行业分析师，目前任策略分析师。

范敏，上海财经大学经济学硕士，曾供职于中诚信证券评估有限公司，现在光大证券研究所负责传媒行业研究工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。