

2017年07月10日

政策和舆论利空不影响行业和公司基本面，积极关注错杀的影视和游戏龙头

中性

——传媒互联网行业周报 20170710

相关研究

"2017Q2 票房增长 25%，看好补涨手游及影视龙头——传媒互联网行业周报 20170703" 2017 年 7 月 4 日

"新游戏纷纷上线提高游戏板块关注度，持续推荐业绩确定性强的传媒龙头——传媒互联网行业周报 20170626" 2017 年 6 月 26 日

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com
施妍 A0230513060001
shiy@swsresearch.com

研究支持

顾晟 A0230115080008
gusheng@swsresearch.com
汪澄 A0230116100005
wangcheng@swsresearch.com

联系人

汪澄
(8621)23297818x010-66500570
wangcheng@swsresearch.com

本期投资提示：

- **传媒板块本周受政策和舆论影响出现小幅回调。**本周传媒板块受舆论和政策影响小幅回调，申万一级行业传媒板块下跌 0.66%，跑输沪深 300 (-0.3%) 和创业板指 (+0.96%)，我们认为舆论和政策的影响均是对情绪的短期影响，对行业和公司基本面没有实质影响。在游戏公司加快优质游戏上线和影视剧公司加快大剧上线催化下，看好传媒板块下半年表现。长期看，限售股解禁新政效应持续生效，有序释放减持风险，长期利好具有核心壁垒的高内生增长标的，持续看好低估值、高内生成长性、有基本面明显变化的平台型公司。本周传媒板块涨幅前五为平治信息 (20.66%)、富春股份 (9.03%)、思美传媒 (7.23%)、瀚叶股份 (6.68%)、元隆雅图 (6.47%)，本周传媒跌幅前五为联创互联 (-6.91%)、华策影视 (-5.74%)、顺网科技 (-5.61%)、分众传媒 (-5.29%)、天龙集团 (-5.03%)。
- **本周重点推荐更新：申万宏源 2017 年 3 月 22 日提出的《全面看多游戏板块，中长期投资低估值高成长平台型公司》逻辑全面验证，本周持续看好市场化兼主旋律正剧催化的龙头投资机会。**1) **游戏：中文传媒**（低估值，智明星通游戏业务在海外，受国内监管预期错杀，COK 月流水预计 2.7 亿稳定左右，腾讯 SLG 游戏《乱世王者》使用 COK 引擎催化）、**游族网络**（50% 业务在海外，受监管预期错杀；《军师联盟》开启全面推广，形成强影游联动效应，《永恒王者》、《战神三十六计》等 Q3 上线流水值得期待）、**三七互娱**（强安卓渠道运营能力受益苹果行政，永恒纪元流水稳定、传奇霸业流水有望再创新高，天堂页游预计提前上线）、**顺网科技**（大股东减持利空出尽，优质龙头底部确立，买入机会明显）、**世纪华通**（无锡七酷《择天记》、《魔力宝贝》全面升级手游业务，点点互动打开海外游戏市场，股东间接控股盛大为业务合作提供可能）。2) **影视：完美世界**（影游联动龙头，广电总局推荐的主旋律正剧《深海利剑》主题催化，游戏《射雕英雄传 2》上线催化），**华策影视**（广电总局推荐的主旋律正剧《传奇大亨》催化、头部内容绝对龙头，股权激励彰显信心）、**东方明珠**（广电总局推荐的主旋律正剧《守护者-浮出水面》、《国防生之烈火海洋》催化，低估值，新管理层务实进取）。3) **营销：分众传媒**（关注减持压力下带来的低估值机会）。
- **政策和舆论短期影响情绪不影响行业和公司基本面，市场化兼主旋律正剧催化，无需担忧。**本周广电总局下文要求在重要宣传期省级卫视原则上不得播放偶像剧和古装剧等娱乐性较强电视剧，同时人民网也发文批评《王者荣耀》产生的一些社会现象，受此影响本周影视和游戏龙头公司股价都出现一定幅度调整。我们认为政策和舆论的短期不利只会对情绪层面产生影响，对于板块和上市公司基本面没有实质影响，且实质上对影视板块利好在网络播放渠道收入占比高和网络头部内容制作公司，以及具备市场化兼主旋律正剧作品的龙头公司，如华策影视、完美世界、慈文传媒、唐德影视，对游戏板块利好有持续研发创新能力和强大运营能力能（用户数据丰富可针对年龄层划分用户）的优质公司和海外收入占比较高公司，如三七互娱、游族网络、中文传媒，建议积极把握调整机会。
- **阅文集团拟分拆香港上市，2016 年净利润 3036 万。**阅文集团向港交所提交招股书，拟独立上市并出售 15% 股权，分拆完成腾讯仍为第一大股东，阅文集团 2016 年收入 25.57 亿元，净利润 3036 万元。主要业务构成为在线付费阅读、知识产权运营、网络游戏等。



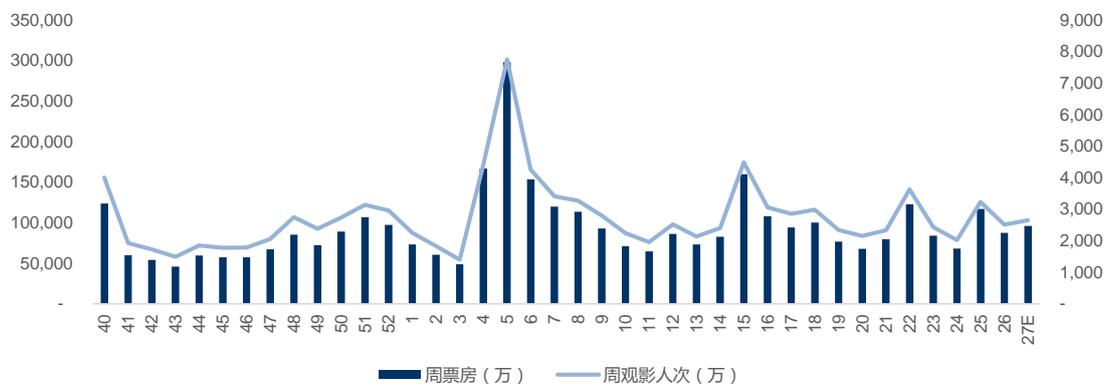
申万宏源研究微信服务号

1. 影视：《神偷奶爸 3》拉动票房上涨，“宣传期剧播”新规影响有限

1.1 《神偷奶爸 3》上映两天轻松破 2 亿，国产片票房略有起色

本周（2017.7.3-2017.7.9）内地票房预计 9.6 亿元，环比上涨 9.6%，单周观影人次预计为 2,651 万，环比上涨 5.42%。本周票房相较上周有小幅上涨，其中，《神偷奶爸 3》上映两天票房突破 2 亿大关。作为《神偷奶爸》IP 系列的续篇，该片依然由环球影业及照明娱乐公司联合制作，《神偷奶爸 3》延续了前篇温馨搞笑的风格，轻松温暖的剧情、可爱呆萌的小黄人，无疑会是暑期档的票房主力。

图 1：2017 第 27 周票房及观影人次数据（2017.7.3-2017.7.9）



资料来源：艺恩咨询，申万宏源研究

本周票房位居前五的影片分别为《变形金刚 5：最后的骑士》、《神偷奶爸 3》、《逆时营救》、《京城 81 号 2》和《明月几时有》，合计票房 6.66 亿元，占周院线总票房 8.79 亿元的 75.7%。《变形金刚 5》上映 16 天累计票房 14.65 亿元，其中本周累计 2.63 亿元，相比上周 8.64 亿元的总票房，下跌了近 46%。在票房大幅下跌的同时，《变形金刚 5》在豆瓣上的评分也一路跌至 4.8 分，票房口碑在本周双双扑街。剧情简单粗糙、难逃审美疲劳的《变形金刚 5》票房难以再有进一步的提升，超越前作票房无望。排名第二的《神偷奶爸 3》势头强劲，虽然在全球电影市场的口碑褒贬不一，但其风格非常适合暑期档亲子来共同观看，预计票房会有进一步的大幅上涨。

本周有三部国产片挤入前五，国产片票房在多部海外进口大片的夹缝下，略有一些起色。排名第三的《逆时营救》上映 10 天累计票房 1.83 亿元，作为国产片少有的科幻题材，《逆时营救》算是国产电影的一个突破，上映初期票房超出预期，然而该片后劲不足，口碑也是褒贬不一，票房成绩也已出现了大幅下滑。排名第四的《京城 81 号 2》是 2014 年创下国产惊悚片最高票房 4 亿元的《京城 81 号》的续篇。该片上映首日获得了单日的票房冠军，然而随着《神偷奶爸 3》的上映，排名也一路下滑。虽然本片上映后争议颇多，但是上映两日以来的票房成绩确实使得近萎靡了两个多月的国产电影略有了一些起色，同时也让沉寂了三年的国产惊悚片重回大众视野。

表 1：本周（2017.6.24-2017.6.30）电影票房

时间	总票房	变形金刚 5：最后的骑士	神偷奶爸 3	逆时营救	京城 81 号 2	明月几时有
2017/7/1	18,360	8,212		3,611		1,919
2017/7/2	15,502	6,833		3,095		1,428
2017/7/3	7,585	2,909		1,733		672
2017/7/4	7,473	2,636		1,562		564
2017/7/5	6,599	2,448		1,428		549
2017/7/6	9,781	2,076	333	1,022	4,086	393
2017/7/7	22,641	1,234	13,510	465	3,580	270
本周累计	87,941	26,348	13,843	12,916	7,666	5,795
上映以来累计		146,547	20,799	18,347	8,806	5,819

资料来源：艺恩，申万宏源研究

下周（2017.7.10-2017.7.16）即将新上映的影片共 7 部，全部为国产片。其中《悟空传》由新丽电影、磨铁娱乐、三次元影业和新丽国际出品，华夏电影、万达影视、飞卓集团联合出品，彭于晏、倪妮、欧豪、余文乐、郑爽等主演，是目前暑期档最受观众期待的国产大片，大 IP、强特效以及全明星的阵容，《悟空传》预计会是暑期档中最受看好的国产片。

表 2：下周（2017.7.10-2017.7.16）上映影片

日期	影片	类型	相关上市公司	地区
2017/7/12	苏州少年横漂记	励志、教育		中国大陆
2017/7/13	悟空传	剧情、动作、奇幻	万达电影	中国大陆
2017/7/13	青禾男高	喜剧、动作、青春		中国大陆、中国台湾
2017/7/13	大护法	动画、喜剧、动作、奇幻		中国大陆
2017/7/14	喵星人	喜剧、动作、青春		中国香港
2017/7/14	山无棱，天地合	喜剧、爱情		中国大陆
2017/7/14	爱爱囡事 2	喜剧、奇幻		中国大陆

资料来源：格瓦拉，申万宏源研究

上周（2017.6.19-2017.6.25）全国影院总票房为 8.7 亿元，环比下降 26.5%，观影人次 2519.1 万，环比下降 23.0%，影院票房冠军为广州飞扬影城（正佳分店），报收 161.9 万，环比下降 12.1%。总体票房下跌的主要原因是随着第二十届上海国际电影节展映活动的结束，SFC 上海影城等上海地区的部分影院票房减少，而依靠影视正常排片的影院排名上升。广州飞扬影城（正佳分店）也重回票房榜首。

表 3：上周（2017.6.26-2017.7.2）全国影院票房 TOP10

排名	影院名称	票房（万）	市场份额	人次（万）	平均票价	上座率
1	广州飞扬影城（正佳分店）	161.94	0.186%	2.79	58	31.53%
2	北京 UME 国际影城双井店	125.14	0.144%	2.02	62	29.56%
3	首都华融电影院	123.23	0.142%	2.11	59	27.57%
4	北京万达影城 CBD 店	119.58	0.137%	1.60	75	24.27%

5	广州万达影城白云店	118.81	0.136%	1.88	63	29.53%
6	金逸国际电影城(北京朝阳大悦城店)	117.14	0.135%	1.83	64	28.76%
7	JackieChan 北京耀莱	115.76	0.133%	2.66	43	18.82%
8	深圳橙天嘉禾影城	115.38	0.133%	2.35	49	29.24%
9	北京星美国际影城(金源店)	114.58	0.132%	2.05	56	24.97%
10	广州飞扬影城	114.32	0.131%	2.15	53	27.65%
TOP10 总计		1,225.88	1.41%	21.44	/	/
全国		87,073.49	100%			

资料来源：艺恩、申万宏源研究

上周(2017.6.26-2017.7.2)票房最高的院线仍为万达院线,收获票房 1.10 亿,市占 12.6%,其次是大地院线,收获票房 6999 万,市占 8.0%。根据艺恩电影智库统计,上周新开影院 36 家,新增银幕数 193 块,共有 16 条院线新增了影院,北京红鲤鱼数字院线新增影院数最多,高达 10 家。

表 4：上周(2017.6.26-2017.7.2)全国院线票房 TOP10

排名	影院名称	票房(万)	市场份额	场次	人次(万)	平均票价	上座率
1	万达院线	11004.3	12.64%	120948	257.62	43	13.08%
2	大地院线	6998.78	8.04%	159472	222.08	32	10.96%
3	上海联和院线	6786.18	7.79%	95987	184.24	37	13.57%
4	中影南方新干线	6752	7.75%	126732	192.79	35	12.83%
5	中影星美	6432.49	7.39%	102023	180.33	36	13.46%
6	中影数字院线	6200.54	7.12%	136872	187.52	33	10.75%
7	广州金逸珠江	4775.73	5.48%	73876	135.73	35	12.44%
8	横店院线	3800.39	4.36%	74170	120.66	31	12.18%
9	江苏幸福蓝海院线	3008.24	3.45%	49142	88.66	34	13.81%
10	浙江时代	2896.83	3.33%	52331	85.75	34	13.49%
TOP10 总计		58,655.48	67.36%	991,553	1,655.38	/	/
全国		87,073.49	100.00%				

资料来源：艺恩，申万宏源研究

1.2 “宣传期剧播”新规影响有限，《楚乔传》网台持续领跑

为迎接党的十九大召开和庆祝建军 90 周年,广电总局电视剧司于近日下达《关于下发 2017 年重要宣传期第二批推荐播出参考剧目的通知》,其中包括迎接党的十九大召开参考剧目 11 部和庆祝建军 90 周年参考剧目 6 部。同时通知指出,“在重要宣传期,各省级卫视频道原则上不得安排古装剧、偶像剧等娱乐性较强的电视剧播出,确保与整体氛围相协调”。

表 5：2017 年重要宣传期第二批推荐播出参考目录

重要宣传期	推荐剧目
-------	------

迎接党的十九大召开

《将军农民》《北京地铁》《碧海雄心》《火线出击》《雷霆出击》《凡人的品格》《沙海老兵》《平凡岁月》《一树桃花开》《守卫者—浮出水面》《觉醒者》

庆祝建军 90 周年

《利刃出击》《女兵出击》《沸腾的群山》《一马三司令》《烽火抗大》《血染大青山》

资料来源：申万宏源研究

此次关于重要宣传期的剧播通知或在意料之中，各大央视卫视许均已做好了事先的剧集安排，因此预期对卫视电视剧排播及相关影视上市公司的不利影响或较小。1) 广电总局对于重大纪念、宣传期电视排播的要求并非首次，2016 年 9 月的《关于开展纪念长征胜利 80 周年优秀电视剧展播的通知》中就已经提出“在 10 月（纪念红军长征胜利 80 周年活动宣传期间）卫视频道不得安排古装剧、偶像剧等娱乐性较强的电视剧播出”的类似要求。而今年有关“党的十九大”、“庆祝建军 90 周年”和“香港回归 20 周年”三个重要宣传期的剧播调控，电视剧司有关领导在 2 月的中广联和会电视制片委员会 2016 年度大会上便已强调，而电视司更已于今年 3 月份发布了 2017 年度推荐的第一批重要宣传期剧目，包括迎接党的十九大胜利召开参考剧目 31 部，庆祝建军 90 周年参考剧目 20 部，庆祝香港回归 20 周年参考剧目 4 部，其中《人民的名义》、《鸡毛飞上天》、《外科风云》等都已播出并取得了不俗观剧口碑及收视率。近日下发的《通知》只是做了剧播调控的进一步强调，并另外补充了 17 部推荐剧目。2) 通知或不会影响相关题材《楚乔传》等各大卫视目前已经热播或定档剧目，这些剧目均安排为周播剧，处于 22 点档，而卫视黄金档都将陆续上档庆祝建军 90 周年献礼剧等广电总局推荐的宣传剧目。

表 6：历年广电总局对于重大纪念、宣传期的电视排播要求

时间	重要宣传期
2014 年 9-10 月	反法西斯题材剧编排期
2015 年 8 月	反法西斯战争胜利主题播出月
2016 年 6 月	建党 95 周年献礼剧展播
2016 年 10 月	纪念长征胜利 80 周年优秀电视剧展播

资料来源：申万宏源研究

本周（2017.6.30-2017.7.6）卫视 52 城收视率排行中居于前五的分别是《楚乔传》、《我的前半生》、《夏至未至》、《大军师司马懿之军师联盟》和《一粒红尘》。

改编自小说 IP《11 处特工皇妃》的《楚乔传》无疑是最近最受关注的电视剧，极强的 IP 效应、当红鲜肉小花的加盟以及节奏紧凑的剧情使得《楚乔传》网台持续领跑，收视率始终保持在 1.5 以上，7 月 5 日的收视率破 2，排名第一。排名第二的是于 7 月 4 日登陆东

方卫视的《我的前半生》，这部同样由小说改编的都市情感剧由于不俗的制作班底，实力派演员靳东、袁泉、马伊琍、陈道明等的加盟在上映之前就备受关注。预计这部电视剧未来也会有更好地收视表现。

表 7：本周（2017.6.30-2017.7.6）电视剧卫视收视率排行

排名	频道	电视剧	本周平均收视率%
1	湖南卫视	楚乔传	1.90
2	上海东方卫视	我的前半生	1.04
3	湖南卫视	夏至未至	0.94
4	江苏卫视	大军师司马懿之军师联盟	0.93
5	上海东方卫视	一粒红尘	0.88

资料来源：卫视小露电，申万宏源研究

电视剧网络点击量方面，上周（2017.6.19-2017.6.25）排名前五的电视剧分别为《楚乔传》、《夏至未至》、《大军师司马懿之军师联盟》、《一粒红尘》和《深夜食堂》。《楚乔传》以 53.92 亿的点击量居于榜首。

表 8：上周（2017.6.26-2017.7.2）电视剧网络点击量排行

排名	电视剧	播放量（亿）
1	楚乔传	53.92
2	夏至未至	20.77
3	大军师司马懿之军师联盟	15.81
4	一粒红尘	8.68
5	深夜食堂	5.59

资料来源：剧星传媒，申万宏源研究

网络自制剧点击量方面，上周（2017.6.19-2017.6.25）排名前五的网剧分别为《逆袭之星途璀璨》、《终极三国 2017》、《天使的幸福》、《盲侠大律师》、《最佳女配》。随着之前排名第一的网络剧《热血长安》的完结，本周网络自制剧的网络点击量都在 2 亿以下，依然缺乏爆款的头部电视剧。

表 9：上周（2017.6.26-2017.7.2）网络自制剧网络点击量排行

排名	电视剧	播放量（亿）
1	逆袭之星途璀璨	1.80
2	终极三国 2017	1.29
3	天使的幸福	0.60
4	盲侠大律师	0.57
5	最佳女配	0.52

资料来源：剧星传媒，申万宏源研究

1.3 《奔跑吧》网台领跑，《中国有嘻哈》跳出综艺同质化备受关注

综艺电视台方面，本周（2017.6.30-2017.7.6）卫视 52 城收视率排行中居于前五的分别是《奔跑吧》、《跨界歌王总决赛》、《跑男来了》、《笑傲江湖之笑声传奇》和《快乐大本营》。《奔跑吧》本周收视率相比上周的 3.06 有所下跌，《跨界歌王总决赛》备受关注，收视首度破 2。

表 10：本周（2017.6.30-2017.7.6）综艺栏目电视台收视率排行

排名	频道	综艺栏目	收视率	播放时间
1	浙江卫视	奔跑吧	2.72	周五
2	北京卫视	跨界歌王总决赛	2.02	周六
3	浙江卫视	跑男来了	1.41	周五
4	上海东方卫视	笑傲江湖之笑声传奇	1.48	周日
5	湖南卫视	快乐大本营	1.33	周六

资料来源：卫视小露电，申万宏源研究

综艺网络点击方面，上周（2017.6.26-2017.7.2）播放量前五的分别为《奔跑吧 2017》、《跨界歌王 S2》、《我想和你唱 S2》、《笑声传奇 S1》和《花儿与少年 S3》。《奔跑吧 2017》以 7.40 亿的播放量稳居首位，其余四档综艺的点击量都在 2 亿以下。

表 11：上周（2017.6.26-2017.7.2）综艺栏目网络点击量排行

排名	综艺栏目	播放量（亿次）
1	奔跑吧 2017	7.40
2	跨界歌王 S2	1.98
3	我想和你唱 S2	1.71
4	笑声传奇 S1	1.69
5	花儿与少年 S3	1.51

资料来源：剧星传媒，申万宏源研究

网络自制综艺点击方面，上周（2017.6.26-2017.7.2）播放量前五的分别为《中国有嘻哈》、《火星情报局 S3》、《明日之子》、《2017 快乐男声》和《2017 变形记》，各节目的播放量比较均匀，分布在 1 亿次左右。排名第一的《中国有嘻哈》是爱奇艺有史以来投资最大的 HIPPOP 音乐选秀节目，该综艺跳出网综同质化的怪圈，关注小众音乐文化，首播两期就获得了极高的关注度，在网络点击量方面排名第一。

表 12：上周（2017.6.26-2017.7.2）网络自制综艺网络点击量排行

排名	综艺栏目	播放量（亿次）
1	中国有嘻哈	1.60
2	火星情报局 S3	1.31
3	明日之子	1.27
4	2017 快乐男声	1.25

资料来源：剧星传媒，申万宏源研究

1.4 投资建议：看好头部电视剧内容公司及院线

我们看好具备头部内容的电视剧板块：1) 电视剧新媒体渠道仍处于上升通道，随着消费者付费意愿加强，新媒体对电视剧贡献将大幅加码；2) 新媒体为迎合受众的偏好，对于头部电视剧的需求相比传统电视台更甚。**建议关注具备强 IP 储存能力和打造能力的优质头部内容公司完美世界、华策影视等。**

我们看好电影产业院线板块，预计 2017 年票房为 546 亿，同比增长 20%。票房的增长主要来自于观影人次的和 ARPU 值的双向提升：1) 目前国内总观影人次与美国持平，但是人均观影人次仅为 0.99，不到美国的 1/3；2) 随着放映技术的升级（诸如 3D、IMAX、杜比影院的占比提升）以及影院提供的多元化消费（可乐爆米花、衍生品），影院 ARPU 将显著提升。**建议关注万达院线、中国电影、上海电影、幸福蓝海和文投控股。**

2. 游戏：人民网批评《王者荣耀》不改游戏行业高景气度，继续积极看好手游板块

2.1 人民网批评《王者荣耀》影响情绪不影响公司基本面，建议把握良好布局时点！

继上周多家媒体爆出有关《王者荣耀》的负面新闻之后，本周一人民网继续发问批评《王者荣耀》引起的相关社会问题，首次影响下腾讯股价周一出现大幅调整，连带 A 股游戏公司也分别在周二和周四出现较大幅度调整。

针对这一事件我们点评如下：

- 1) 媒体针对《王者荣耀》的多篇负面报道主要是针对低龄玩家的，本身不涉及游戏本身，因此我们认为这一次事件后期发酵会沿着游戏玩家年龄这一主线去发展，本身对《王者荣耀》这款游戏不产生影响。
- 2) 根据极光大数据，《王者荣耀》玩家中，年龄在 14 岁及 14 岁以下玩家的占比只有 3.5%，比例极低且他们的付费能力较低，即使限制游戏时间也不会对游戏的营收产生实质影响。而腾讯已经针对此前媒体的报道推出了一系列举措，包括实名制、绿色守护计划和限制 12 岁以下玩家单日游戏时长等，腾讯的快速反应也会化解舆论的不利，也体现作为大企业的担当。
- 3) 对行业，我们认为未来会重点加强的是对玩家年龄的管控而非对内容本身的限制，而玩家年龄分层管理本身就已提出多年且游戏行业内部早就有所准备，因此不会对行业发展产生过多影响，而且这种管理本身可以使得游戏企业以系统的方式解决很

多现在游戏过程中存在的问题，可以降低游戏公司的经营成本，同时对低龄玩家的适当管理也会对游戏体系的提升有所帮助。

- 4) 观察本轮游戏周期的核心指标是游戏的季度环比增速，只要这一数据保持稳定，行业高景气度就会持续，次轮游戏板块上涨的大逻辑也就不会被破坏，因此舆论和政策的发酵只能在一定时间内对二级市场的情绪产生影响，但是不影响行业高景气和公司基本面，所以我们认为无需担忧这一事件，积极把握基本面好的优质游戏公司，如游族网络、三七互娱、中文传媒、完美世界等。

2.2 本周游戏数据

手游：

7月9日，《王者荣耀》、《梦幻西游-全民PK狂欢季》、《天龙八部手游》、《魂斗罗：归来》、《胡莱三国2》排名IOS游戏畅销榜前五，腾讯网易再次在IOS畅销榜前五中占据四个位置，腾讯凭借流量优势保持明显优势，《王者荣耀》、《天龙八部手游》、《龙之谷》、《魂斗罗》等精品游戏稳居畅销榜前20。而网易本周两款拳头产品《阴阳师》、《倩女幽魂》等也都排名稳定15以前，我们认为在网易的优质运营下其龙头产品仍将保持高流水表现。

上市公司游戏层面，7月6日游族网络的龙头产品《军师联盟》和完美世界和万达院线游戏联合发行的《射雕英雄传2》都开始正式上线公测，根据7.9榜单，《军师联盟》排名第八，《射雕英雄传2》排名第十，两款游戏都在发行初期大力推广。此外世纪华通收购的点点互动的龙头产品《KOA》继续强势表现，排名第九，三七互娱的《永恒纪元》排名17，掌趣科技的《魔法门之英雄无敌》排名19，上市公司产品3季度加快上线有利于维持行业高景气度并提升下半年业绩。

此外，《剑侠情缘》、《梦幻诛仙》、《王国纪元》、《崩坏3》等游戏则继续稳定高排名，显示了优质游戏在良好运营下生命周期的延长。从长期来看，产品品质依然是手游产品成功的基础，优质运营是游戏成功的必要条件，我们积极看好手游行业今年的表现。而二次元游戏今年的崛起也值得我们重点关注。《崩坏3》、《FOG》等产品表现稳定。

应用宝渠道，从周下载数据来看，本周前五游戏又有新面孔，掌趣科技的《不良人》排名第一，传奇类游戏《烈焰龙城》排名第二、《热血传奇》、《梦幻西游》、《时空猎人》排名三到五，《热血传奇》、《梦幻西游》、《时空猎人》这三款经典优质游戏一直稳居前三，显示了其强大的用户支持。动作游戏排行，《火影忍者》、《天天炫斗》、《乱斗西游》、《热血传奇》、《萌格斗》排名前五，和上周没有变化，棋牌游戏排行，《欢乐升级》、《英雄杀》、《欢乐斗地主》、《单机斗地主》、《天天德州》排名前五，依然没有变化。

页游：

页游方面，根据9K9K数据，本周优质平台开服最多的游戏中，《蓝月传奇》（恺英网络XY游戏独代，三七互娱联运）开服419组继续排名第一，连续霸榜表现强劲，《传

奇霸业》(37 游戏)开服 272 组排名第二,《神印王座》(241,原趣行天下、搜狗游戏、酷我游戏合并成立,德力股份公告拟收购其 62%股权)继续强势表现排名第三位,前三名游戏和上周没有变化。排名 4-10 位的游戏分别为《传奇盛世》(杭州盛锋,无锡七酷出售给世纪华通股东方,209)、《西游之路》(206)、《传奇世界》(184,浙江盛和,恺英网络)、《攻沙》(165)、《大天使之剑》(37 游戏,160)、《传奇荣耀》(160)、《楚乔传》(149),相比前十游戏变化较大且开服数有所下滑,传奇类游戏前十游戏中具有五个,显示这一 IP 在页游上的超高价值。页游市场头部游戏优势依然明显,《蓝月传奇》、《盗墓笔记》、《传奇霸业》等游戏优势明显,开服数排名稳定居高位,显示了三七互娱、游族网络、恺英网络在页游方面的领先地位。

开服最多的优质平台方面,37 游戏以 548 组排名第一,顺网游戏凭借《九阴绝学》排名第二,开服 413 组,狗游戏依靠《天地诸神》强势表现排名第三,开服 394 组,360 游戏开服 357 组排名第四,飞火游戏开服 269 组排名第五,前五平台和平台开服数都保持稳定。整体看,37 游戏和 360 游戏在页游发行方面优势依然明显,双方依靠强大的研发实力和稳定的运营能力在页游方面成为仅次于腾讯的平台公司,在页游市场优质产品数重新增长后,有强大运营能力的优质平台将明显受益。

开服最多开发商方面,浙江盛和凭借《蓝月传奇》优异表现排名升至第一,开服 596 组,三七互娱开服 560 组排名第二,北京文脉互动依靠今年两款前十页游排名第三,开服 282 组,趣酷科技、无锡七酷分别以 214 组、214 组排名四、五位。整体看,页游集中度依然明显,优质游戏公司在行业中优势明显,重点看好 37 游戏、恺英网络和上海游族。

2.3 投资建议:重点关注有强研发能力和流量运营能力的优质公司

我们对今年游戏市场看好两大方向,一是海外继续看好手游出海。AppAnnie 公布中国出海全球收入十大公司,智明星通(中文传媒)凭借 COK 过去一年强势表现排名第一,IGG、乐元素、龙创悦动、昆仑游戏、易幻网络、龙腾中东、Tap4Fun、FunPlus、掌趣分列 2-10 位。在我们 2016 年的年中策略和年度策略中,我们都重点提示了手游出海行业在未来 2-3 年的高速增长性,《2016 年中国游戏产业报告》中披露,2016 年自主研发网络游戏海外市场实际销售收入为 72.3 亿美元,约合人民币 501 亿,同比增长 36.2%,行业的成长性进一步得到验证。从地区获客来看,日本、美国、加拿大较高,分别达到 18 美元/户,10 美元/户和 8 美元/户,东南亚最低,仅为 0.05-0.2 美元/户,我们认为随着地区网络环境改善和国内游戏质量进一步提升,东南亚、中东、欧美将是未来我国游戏出海的主要市场。在出海环节中,海外发行商对海外游戏市场、海外流量市场、海外渠道市场有充分认识,同时在后台网络技术和大数据分析技术上有充足储备,是发行的咽喉环节,且平台属性带来业绩的稳定性,是重点关注领域。

二是国内游戏方面,我们看好和腾讯网易走差异化竞争路线的公司。1)运营模式上差异化。以三七为代表的页游公司转型手游,兼具研发能力和发行能力,特别是在发行能力上将“买量”模式成功嫁接手游,差异化腾讯的发行体系和渠道体系,将长尾流量有效转化并集中在自己的用户数据库中,有效提升运营效率。在未来手游市场非腾讯网易份额集中度提升过程中,有优质运营能力和优质产品储备的公司将最终胜出。**2)游戏内容差异化。**

在线下休闲线上化的大逻辑下，线上轻度休闲游戏特别是**地方特色棋牌游戏**减少了线下组局的复杂过程，同时竞争心理又刺激着用户不断在平台和游戏消费获取成就感，带来了超乎想象的用户粘性和用户 ARPU 值。我们认为在**人口结构**（棋牌类游戏主要覆盖的中老年人口数量占比逐年提升）、**产品结构**（地方棋牌对三四线城市的拓展作用和德州等海外棋牌游戏兴起）和**产品属性**（研发难度低、生命周期长、流水分成比例高）三维驱动下行业未来将有较快发展。

苹果在今年即将推出的 IOS11 中将取消畅销榜排名，并将付费榜和免费榜直接呈现的 APP 减少为三个，其他空间将呈现由苹果编辑推荐的内容。我们认为此举将：1) 进一步打击刷榜行为，过往的游戏营销方式将受到根本性变革；2) 极大提升游戏刷榜的流量成本，在取消畅销榜和减少付费榜和免费榜呈现游戏个数后，可直接呈现的游戏个数减少至 6 个，相比以往明显减少，对于想要刷榜的公司来说流量成本将明显提升；3) 将直接利好有安卓渠道流量运营优势和优质研发能力公司。

重点关注标的：

(1) 三七互娱：页游《大天使之剑》、《传奇霸业》开服数长期排名前五显示游戏的优质，手游《永恒纪元》持续 S 级表现，2017 年 5 月大陆流水保持 2.5 亿高水平，海外发行也逐渐进入成熟期，流水有望突破 7000 多万。后续公司还有《传奇霸业》、《武易》、《金装传奇》、《航海王》等手游和页游产品上线，优质产品储备丰富。我们看好公司在优质游戏特别是手游的带动下业绩的爆发式增长，公司泛娱乐平台价值不断提升。

(2) 游族网络：公司依靠《少三》积累了丰富的手游研运经验，17 年手游自研业务全面突破，量质提升，数量上公司 Q2 将上线《军师联盟》、《战神三十六计》、《女神》手游等自研游戏，质量上公司新游戏均有 IP 准备，对游戏品质有很大帮助，预计公司今年新游戏流水再上台阶。未来公司还将有《权利与游戏》、《三体》等大 IP 手游上线，全球化发行有望实现公司手游的全面升级。

(3) 顺网科技：1) 员工持股比例高达不超过 10% 催化；2) 2017Q1 前瞻顺网科技内生 42% 增长，休闲游戏快速增长，广告持续增长。3) 17 年《楚乔传》大 IP（合作慈文传媒影视游戏互动）预计上线形成新的催化剂。4) 夏季即将到来的 CHINAJOY 催化。2017 年 2 月 17 日重磅发布的《顺网科技(300113)》：——“新传媒，新平台”系列之一：稀缺线上下场景化娱乐》，全面梳理公司未来三年成长逻辑。

(4) 世纪华通：1) 无锡七酷 17 年手游业务变化明显，自研自发自《择天记》获腾讯独代，预测测试人数超千万，代理发行 SE 中国自研的《魔力宝贝手游》并获腾讯独代，今年手游业务有望全面突破，2) 收购点点互动布局游戏海外业务，《KOA》全球表现出色，美国排名 IOS 策略类游戏畅销榜前十，受益国产游戏出海热潮；3) 公司股东间接持有盛大 91% 股权，业务合作有望全面展开，资产注入打开想象空间。

(5) 另外可关注手游出海业务龙头昆仑万维和宝通科技。

3. 教育行业动态

3.1 收购教育产品供应商 JumpStart, 网龙结合教育和游戏

7月4日,网龙宣布成功收购教育产品供应商 JumpStart。网龙的教育版图现形成了国外和国内两个业务板块:前者以对学校互动教育技术开发商普罗米休斯教育装备的销售为主,后者则主打 101 教育 PPT 及 101VR 创想世界两个软件产品。网龙的教育业务营收已超过 50%,但目前仍处于亏损状态。据 36kr 报道,JumpStart 创办于 1991 年,其主要业务是为 K-12 阶段的儿童开发趣味盎然、以学习为目标的的游戏。JumpStart 于过去成功打造了不同的自家品牌游戏,包括 JumpStart、Math Blaster 和 Neopets,当中 Neopets 目前月活用户超过 500 万,注册用户超 9000 万,遍布北美、欧洲、南美、亚洲及大洋洲。

3.2 明师教育获 Pre-IPO 融资

摩根士丹利 1.19 亿投资明师教育。7月5日消息,明师教育获得摩根士丹利 1.19 亿元投资,首期 6900 万元已完成交割。除摩根士丹利外,明师教育的投资方还包括同伟创业、A 股上市公司松发股份成立的松发产业创赢基金以及 A 股上市公司雪莱特股份的并购基金。全部投资交割完成后,摩根士丹利持股不到 8.1%。而摩根士丹利的第二期投资金则会在明师确认独立 IPO 后执行交割。

走” To C + B ”发展路线,望独立 IPO。明师选择了目前不少 K12 培训机构正在尝试的” To C+B”的发展路线。一方面做既有的 C 端业务,比如培优小班。另一方面则是用双师模式在三四线城市的培训机构,甚至公立校做产品输出。目前的核心产品包括:三大考双师课程、明师大语文系列、三一口语、在线直播课程、在线 1 对 1 辅导课等。明师教育 2014 年、2015 年、2016 年的营收分别是 1.6 亿元、2.41 亿元、3.2 亿元,净利润分别是 300 万元、2223 万元、2500 万元。从营收体量和净利润的要求上看,明师教育已经达到了冲击 A 股的门槛,但总体量较轻,仍需要保持快速增长才能有望实现独立 IPO。

3.3 掌门 1 对 1 完成 C+轮融资, 强化智能化教学

根据芥末堆报道,中国中小学在线一对一教育品牌掌门 1 对 1 完成 C+轮融资,投资方为影视明星任泉、李冰冰、黄晓明、章子怡和黄渤共同出资组建的明星风险投资机构 StarVC。CEO 张翼称,掌门 1 对 1 上月达成单月营业额一亿的目标。其讲师多是名校学霸,目前旗下有 2 万教师,注册学员接近 200 万,覆盖超过全国 500 个城市。掌门 1 对 1 接下来将会投入大量资金开通全智能化的教学系统、测评系统、备课系统,基现有的学生上课数据,开发针对性作业题目、教学题目,产生更高效的教学方案。

3.4 投资建议：看好教育培训强刚需及教育智能行业模式升级

教育服务需求旺盛，看好 K12 及职业教育培训行业机会。教育培训行业持续保持高增长，新东方、好未来等业内龙头已打破百亿美金市值天花板，未来双师模式、在线直播等技术持续催化培训市场。K12 及职业教育培训机构资产证券化障碍较低，轻资产模式业绩弹性大。重点关注标的：**百洋股份**（发行股份收购火星时代获证监会无条件通过，CG 艺术设计类培训龙头）。

民办学校龙头轻资产扩张模式逐步成熟。公立办民校风险逐步显露，未来将坚持公立教育满足普惠性需求，民办教育提供差异化补充的大趋势。对于民办基础教育的需求持续增长，港股民办教育龙头管理水平逐步提升，合作分成、租赁校区等轻资产扩张模式成熟。重点关注：枫叶教育、成实外教育。

教育智能行业技术与商业模式升级将利好（1）智能装备及应用领域，有自主研发能力和人才储备，同时具有渠道资源的业内龙头公司，未来有望持续受益教育装备一体化、智能化趋势；（2）网络通讯及基础教育云平台供应商，未来受益网络教学及管理云服务平台常态化应用；（3）创客/VR 教育等创新教育产品商业模式逐步成熟。关注**视源股份**（智能交互白板/一体机产品龙头）、**汇冠股份**。

4. 海外传媒互联网动态：阅文、雷蛇递交港股上市申请书

4.1 腾讯拟分拆阅文集团港股上市

腾讯旗下的阅文集团正式向香港证券交易所提交招股书，计划发售 15% 股份并于港股主板独立上市。招股书显示，2016 年的阅文集团营收 25.57 亿元，净利润为 3036 万元，15 年营收 16.06 亿元，亏损 3.54 亿。分拆完成后，腾讯及其全资附属公司 THL A13、Tencent Growthfund 及 Qinghai lake 共同持有阅文集团 65.38% 股权，阅文将仍为腾讯控股的附属公司；凯雷集团和 Trustbridge Partners 分别拥有 12.2% 和 6.2% 的股份。

表 13：阅文集团近三年利润表指标（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
收入	4.66	16.06	25.57
增长率		244.6%	59.1%
净利润	(0.21)	(3.54)	0.30
增长率		-1576.2%	108.6%

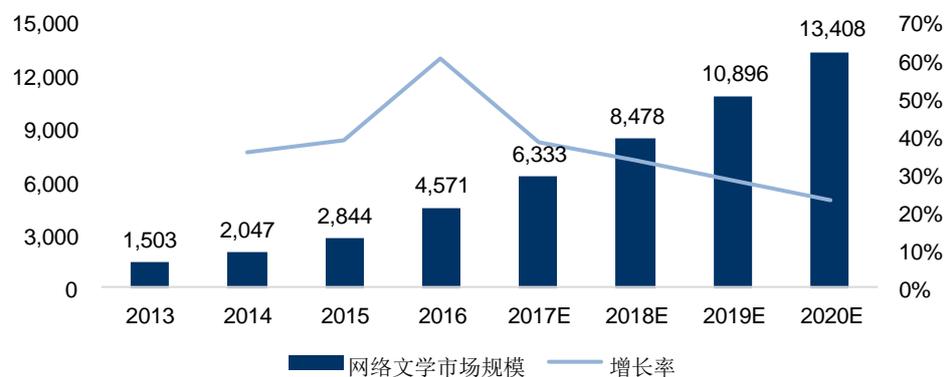
资料来源：招股书，申万宏源研究

阅文集团是在 2015 年 3 月 16 日由腾讯文学和盛大文学联合成立的新公司，腾讯旗下的 QQ 阅读、创世中文网、云起书院，与此前盛大文学旗下的起点中文网、潇湘书院、红袖添香等全部由阅文集团统一管理。目前，阅文集团主要经营连接作家、读者和内容改编合作伙伴的网络文学平台，并通过其大量文学内容的变现产生收益。公司主要业务构成为在线付费阅读、知识产权运营、网络游戏、网络广告和纸质图书等业务，分别占 2016 年营收的 77.1%、9.7%、2.3%、1.2%和 8.8%；其中，在线付费阅读的三种分销渠道——自有平台、腾讯自营平台和第三方平台对收入的贡献分别 67.9%、26.9%和 2.3%。

根据 Frost & Sullivan 报告，按 2016 年日均移动日活跃用户数计的中国五大网络文学公司为阅文集团、掌阅、阿里文学、中文在线及百度文学。2016 年 12 月，公司活跃用户总数达 1.75 亿，同比增长 29.1%；其中，月付费用户数达 960 万，同比增长 99.8%。

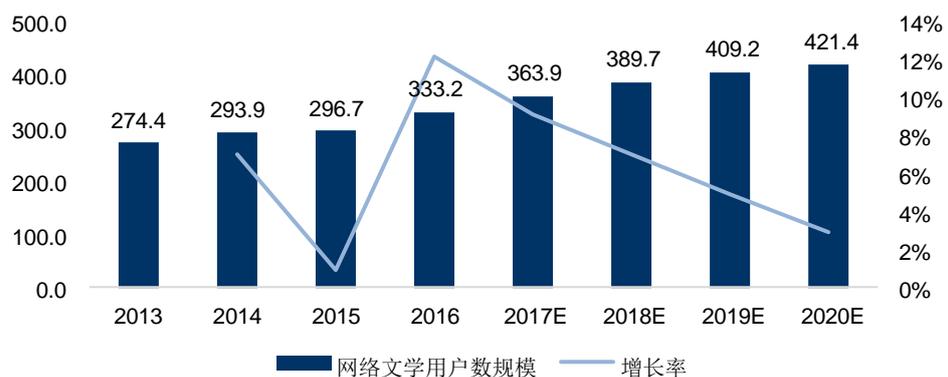
中国文学市场的规模按收入计，由 2013 年的人民币 297 亿元增至 2016 年的人民币 403 亿元，复合年增长率为 10.7%。在中国文学市场中，网络文学增长最快，2013 年至 2016 年的复合年增长率达 44.9%。随着互联网尤其是移动互联网普及率的不断增长和我国知识产权保护环境的明显改善，加上网络文学的多元化能迎合中国读者广泛的内容需求，中国网络文学市场将逐步繁荣。

图 2：中国网络文学市场规模（2013-2020）（百万人民币）



资料来源：招股书，申万宏源研究

图 3：中国网络文学市场用户数规模（2013-2020）（百万人）



资料来源：招股书，申万宏源研究

4.2 雷蛇向港交所递交 IPO 申请

递交 IPO 申请，雷蛇有望四季度登陆港股。6 月 30 日，游戏设备品牌商雷蛇 (Razer) 向港交所提交了 IPO 招股书，有望成为香港首只电子竞技概念股。雷蛇成立于 2005 年，是排名第一的全球游戏周边设备品牌，39.5% 的中国玩家以雷蛇为首选品牌。近年来又开发电竞手提电脑及软件，目前有超过 500 名员工。

近两年处于亏损，但获众多知名投资人青睐。雷蛇 2016 年营业收入为 3.9 亿美元，亏损将近 6000 万美元，2015 年亏损 2000 万美元，主要原因是市场推广支出以及员工股权激励支出过高。但其获得李嘉诚、富士康、英特尔等众多大咖投资。根据 Newzoo 的资料，2016 年全球约有 21 亿名活跃玩家，估计 2021 将增加至 27 亿名，预计电竞玩家将于 2017 年起按复合年增长率 14.6% 增长，于 2021 年前增至 665 百万人。而电竞收益预计于 2017 年起按年复合增长率 24.1% 增长，于 2021 年之前增至 16.5 亿美元，游戏行业乃至电竞行业前景巨大。雷蛇提供结合游戏硬件、软件及服务的一体化产品组合，而且提前布局发展十分迅速的电竞市场，赞助顶尖电竞选手及战队。李嘉诚等人投资雷蛇，可能也是看好其能够在电竞产业中扮演一个重要的角色。

4.3 微软宣布销售团队调整：专注云计算

销售团队调整，微软将裁数千人。微软于 7 月 6 日宣布对业务进行重大调整：对其全球销售团队进行重组，将重点放在云计算服务上。该调整将涉及数千人的下岗，大多数是美国地区以外的销售人员。

“云为先”是下一步重点战略。2014 年，Satya Nadella 继任微软 CEO，当即提出了“移动为先、云为先”的战略，主张微软全方位向云计算、云服务公司转型。2017 年，人工智能成为未来的主流方向，微软再次调整重点，将“云为先”作为下一步的重点战略。相应地，云计算业务也在持续增长。微软最新财报显示，智能云业务的总体营收达到 68 亿美元，比去年同期增长 11%。其拳头产品 Azure 的营收同比增长 93%，足足是行业龙头亚马逊 AWS 增速的两倍。

4.4 Vantiv 拟收购 Worldpay，海外移动支付市场整合

Vantiv 77 亿英镑收购 Worldpay。7 月 5 日，美国支付处理公司 Vantiv Inc 以 77 亿英镑收购英国金融科技公司 Worldpay Group Plc。如果这笔收购顺利通过，Worldpay 将从伦敦证券交易所摘牌，总对价相当于每股 Worldpay 股票 3.85 英镑。收购后，Worldpay 股东将持有 Vantiv 约 41% 的股份。Vantiv 成立于 2009 年，之后成为美国第五大银行分拆机构，该集团通过收购迅速发展，帮助商家，银行和信用合作社接受卡付款，以及礼品卡和在线支付，成为美国领先的付款服务供应商，去年处理了超过 200 亿的交易。就处理的交易数量而言，Vantiv 公司目前是美国最大的收单机构。Worldpay 为 146 个国家和 126

种货币提供约 40 万名客户和流程支付服务，每天处理 3100 百万笔线上移动交易和线下交易，其主要竞争对手包括 PayPal 等支付公司。

开拓欧洲市场，发展潜力巨大。Worldpay 在英国占有超过 40% 的市场份额，是规模最大的支付公司。纳入 Worldpay 智能支付处理器后，Vantiv 可以通过减少冗余技术和花销来节省大量成本。另外还可以整合不同地区的个人客户信息，从而为大型公司和零售商提供更多增值服务。

传媒互联网&教育行业估值表

证券代码	股票简称	市值 (亿元)		股价 (元/股)			EPS			PE		
		2017/7/7	2017/7/7	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E			
002739.SZ	万达电影	611	52.04	1.52	1.98	2.48	34	26	21			
600637.SH	东方明珠	568	21.49	1.24	1.29	1.35	17	17	16			
002624.SZ	完美世界	441	33.58	1.19	1.43	1.72	28	23	20			
600715.SH	文投控股	417	22.47	0.39	0.48	0.58	58	47	39			
002027.SZ	分众传媒	1,105	9.03	0.45	0.52	0.60	20	17	15			
002555.SZ	三七互娱	509	24.43	0.77	0.91	1.09	32	27	22			
002292.SZ	奥飞娱乐	217	16.62	0.48	0.59	0.62	35	28	27			
300027.SZ	华谊兄弟	227	8.17	0.36	0.44	0.48	23	19	17			
300251.SZ	光线传媒	242	8.26	0.30	0.36	0.42	28	23	20			
600373.SH	中文传媒	310	22.47	1.14	1.42	1.69	20	16	13			
300418.SZ	昆仑万维	255	22.01	0.85	1.06	1.26	26	21	17			
002517.SZ	恺英网络	246	34.30	1.28	1.56	1.84	27	22	19			
002174.SZ	游族网络	265	30.76	1.08	1.56	2.01	28	20	15			
002354.SZ	天神娱乐	193	21.47	1.28	1.52	1.82	17	14	12			
300133.SZ	华策影视	184	10.53	0.36	0.45	0.58	29	23	18			
300113.SZ	顺网科技	176	25.39	0.98	1.31	1.58	26	19	16			
300291.SZ	华录百纳	162	19.92	0.60	0.79	1.08	33	25	18			
300010.SZ	立思辰	115	13.17	0.46	0.60	0.74	28	22	18			
002638.SZ	勤上股份	124	8.14	0.18	0.23	0.16	45	35	51			
002343.SZ	慈文传媒	116	36.75	1.43	1.73	2.10	26	21	17			
000681.SZ	视觉中国	113	16.11	0.45	0.59	0.75	36	27	22			
002308.SZ	威创股份	111	13.15	0.33	0.44	0.55	39	30	24			
002425.SZ	凯撒文化	74	9.12	0.47	0.64	0.81	19	14	11			
300426.SZ	唐德影视	94	23.50	0.92	1.26	1.78	26	19	13			
002502.SZ	骅威文化	81	9.46	0.43	0.53	0.60	22	18	16			
300336.SZ	新文化	81	15.12	0.69	0.85	0.92	22	18	16			
600977.SH	中国电影	353	18.91	0.70	0.83	0.92	27	23	20			
300031.SZ	宝通科技	75	18.92	0.36	0.74	1.01	26	19	15			
002602.SZ	世纪华通	377	36.69	1.07	0.74	0.88	34	50	42			
300282.SZ	汇冠股份	53	21.14	0.97	1.26	1.55	22	17	14			

资料来源：申万宏源研究，Wind 资讯（除慈文传媒、完美世界、游族网络、中文传媒、顺网科技、宝通科技、华策影视、东方明珠、汇冠股份、三七互娱、分众传媒、万达院线之外采用万得一致预测）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。