

业绩略超预期，后续产品储备丰富

买入|维持

——完美世界(002624)2019半年报点评

事件:

公司发布2019年半年报。

点评:

● 业绩略超预期

2019H1 公司实现营业收入 36.56 亿元，同比下降 0.29%，主要系公司 18 年 7 月转让院线业务所致，剔除院线业务影响后公司营业收入同比增长 12.44%。利润方面，上半年实现归母净利润 10.20 亿元，同比增长 30.50%，实现归母扣非后净利润 9.73 亿元，同比增长 37.67%。拆分来看，游戏业务实现营业收入 28.78 亿元，同比增长 8.06%，净利润 9.25 亿元，同比增长 33.29%。影视业务实现营业收入 7.79 亿元，同比下降 22.42%，净利润 1.87 亿元，同比增长 8.72%。

● 《完美世界》贡献重要业绩增量，后续产品储备丰富。

手游方面，一方面《诛仙手游》等老游戏长线运营情况良好，另一方面，3 月上线的公司旗舰游戏《完美世界》表现超预期，预计上半年流水超过 25 亿。7 月底上线的自研自发手游《神雕侠侣 2》目前位于畅销榜前十，并获得硬核联盟超明显推荐，表现不俗。游戏储备上，目前公司有《我的起源》、《梦间集天鹅座》、《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》、《梦幻新诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等手游在研。

● 投资建议与盈利预测

2019 年对于完美来说是一个重要之年，《完美世界》手游的大获成功证明了公司的稳定而优异的研发能力。产品研发方面，完美不断加大研发投入，吸纳优秀研发团队，在巩固自己传统的 MMO 优势品类的同时，在游戏品类玩法类型上不断寻求创新，逐渐步入收获期。完美目前形成了包括主机、端游、手游一体的多类型矩阵，在 IP 立体化开发上极具优势。发行上，完美第一次和腾讯合作便取得了如此超预期的成绩，为双方后续团队的合作打下了良好的基础。另一方面，在海外游戏发行上，公司新组建的海外发行团队，有望拉动公司海外游戏收入的增长，贡献新的增量。影视业务上，公司擅长现实题材且积极把握主旋律剧集，整体抗风险能力较强。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.84/2.00，对应 PE 分别为 15.10x/13.19x/12.12x 维持“买入”评级。

● 风险提示

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 7929.82 | 8033.77 | 8874.84 | 10159.50 | 11333.80 |
| 收入同比 (%) | 28.8% | 1.3% | 10.5% | 14.5% | 11.6% |
| 归母净利润(百万元) | 1504.71 | 1706.10 | 2110.16 | 2416.18 | 2629.56 |
| 归母净利润同比 (%) | 29.0% | 13.4% | 23.7% | 14.5% | 8.8% |
| ROE (%) | 18.9% | 20.2% | 20.0% | 18.6% | 16.8% |
| 每股收益 (元) | 1.14 | 1.30 | 1.60 | 1.84 | 2.00 |
| 市盈率(P/E) | 21.18 | 18.68 | 15.10 | 13.19 | 12.12 |

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 24.24 元/32.00 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 35.25 / 20.3

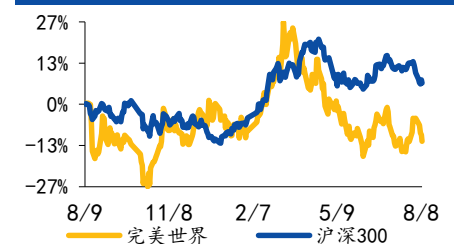
A 股流通股 (百万股): 1159.95

A 股总股本 (百万股): 1292.70

流通市值 (百万元): 28117.14

总市值 (百万元): 31335.00

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券*公司研究*完美世界(002624)2018 年年报及 2019 年一季报点评-《完美世界》表现超预期，精品研发能力持续被验证》2019.05.07

《完美世界(002624)2018 三季报点评——三季报符合预期，四季度电视剧业务迎收入确认高峰》2018.11.01

报告作者

分析师 李典

执业证书编号 S0020516080001

电话 021-51097188-1866

邮箱 lidian@gyqz.com.cn

目 录

| | |
|-----------------|---|
| 1、财务与业务分析 | 3 |
| 2、投资建议 | 8 |
| 3、风险提示 | 8 |

图表目录

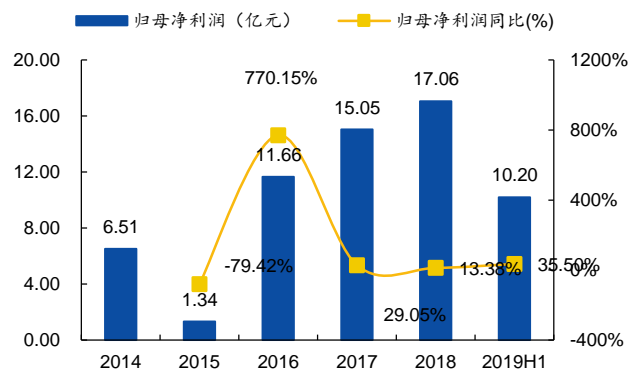
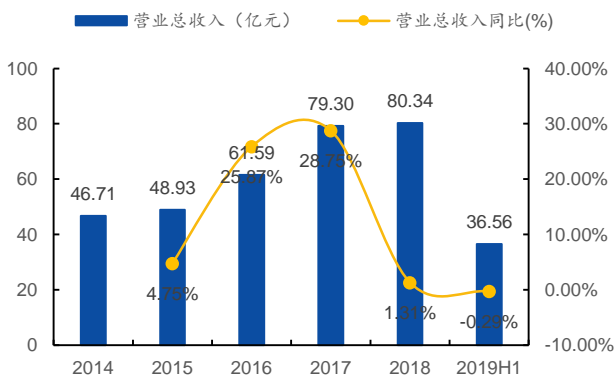
| | |
|---|---|
| 图 1：公司营业收入及增长情况 | 3 |
| 图 2：公司归母净利润及增长情况 | 3 |
| 图 3：游戏及影视业务营业收入规模及增长情况 | 3 |
| 图 4：游戏及影视业务净利润及增长情况 | 3 |
| 图 5：手游端游主机游戏收入变化情况 | 4 |
| 图 5：手游端游主机游戏毛利率变动情况 | 4 |
| 图 6：《诛仙手游》2019 年 IOS 游戏畅销榜上排名变动情况 | 4 |
| 图 7：《完美世界》手游上线至今 IOS 游戏畅销榜排名变动情况 | 5 |
| 图 8：存货变动情况 | 6 |
| 图 9：图表标题 | 6 |
| 图 10：图表标题 | 6 |
| 图 11：图表标题 | 7 |
| | |
| 表 1：公司游戏储备情况 | 5 |

1、财务与业务分析

《完美世界》等重点手游表现良好拉动上半年净利润快速增长。2019H1 公司实现营业收入 36.56 亿元，同比下降 0.29%，主要系公司 18 年 7 月转让院线业务所致，剔除院线业务影响后公司营业收入同比增长 12.44%。利润方面，上半年实现归母净利润 10.20 亿元，同比增长 30.50%，实现归母扣非后净利润 9.73 亿元，同比增长 37.67%。

图 1：公司营业收入及增长情况

图 2：公司归母净利润及增长情况



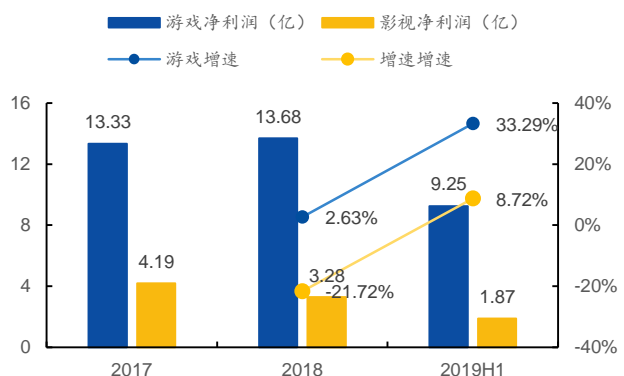
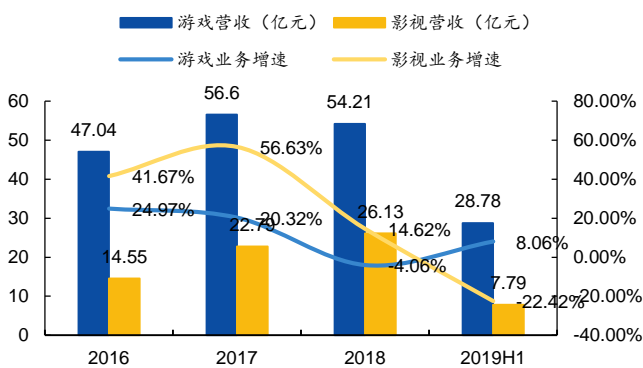
资料来源：Wind，国元证券研究中心

资料来源：Wind，国元证券研究中心

拆分来看，游戏业务实现营业收入 28.78 亿元，同比增长 8.06%，实现净利润 9.25 亿元，同比增长 33.29%。影视业务实现营业收入 7.79 亿元，同比下降 22.42%（主要是由于处置了院线资产），净利润 1.87 亿元，同比增长 8.72%。

图 3：游戏及影视业务营业收入规模及增长情况

图 4：游戏及影视业务净利润及增长情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

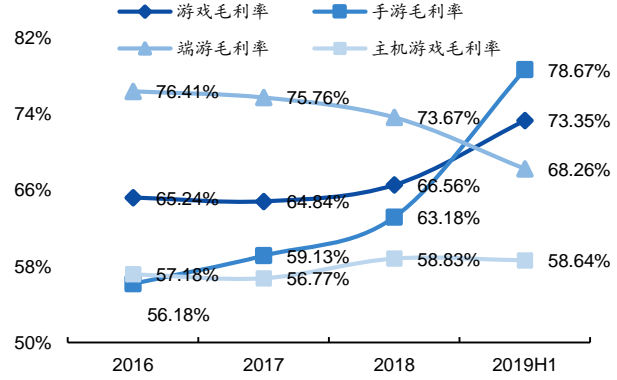
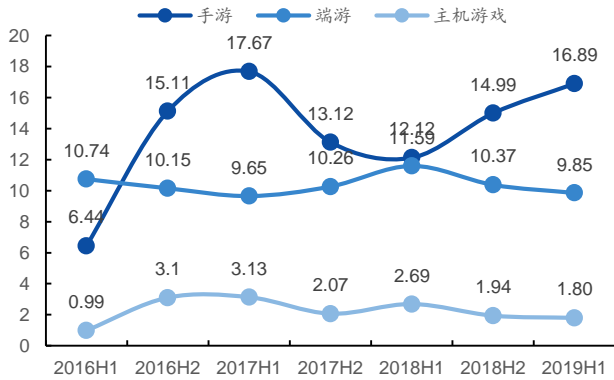
资料来源：Wind，国元证券研究中心

游戏业务方面，移动游戏表现抢眼拉动游戏板块业绩增长，端游和主机游戏业务收入同比下滑。游戏业务收入结构中，移动游戏占比持续提高，上半年移动游戏实现营业收入 9.85 亿元，录得 39.42% 的高增长；PC 端游业务实现 9.84 亿收入，下滑 15%，主要是去年同期《深海迷航》表现较好，而本期缺少新的端游大作。主机游戏实现营业收入 1.80 亿元，同比下滑 33.03%。毛利率看，由于重点旗舰产品《完美世界》手

游交由腾讯代理，按分成比例确认收入，毛利率高且无需递延，拉动手游毛利率提高至 78.67%。端游毛利率下滑 5.41PCT 至 68.26%。主机游戏毛利率较为稳定。

图 5：手游端游主机游戏收入变化情况

图 5：手游端游主机游戏毛利率变动情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

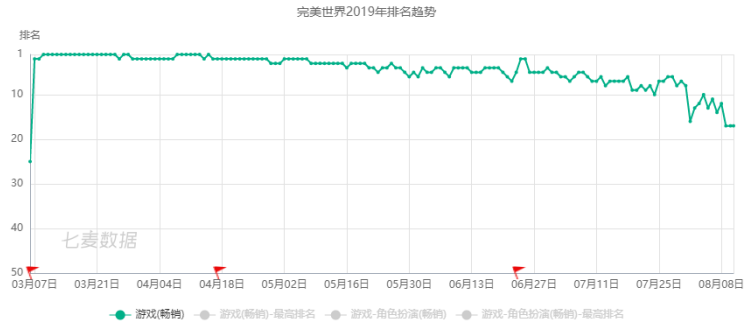
手游方面，重点产品表现超预期，后续产品储备丰富，手游出海成新亮点。一方面长线运营老游戏《诛仙手游》维持良好稳定的流水情况，预计月流水 1 亿元附近（8 月 9 日最新 IOS 游戏畅销榜排名第 41 位），另一方面，3 月上线的公司旗舰游戏《完美世界》表现超预期，在 IOS 畅销榜首位停留超过 20 日，预计 3 月流水超过 10 亿，Q2 整体的流水在 15 亿上下，贡献了重要的手游增量。7 月底上线的自研自发手游《神雕侠侣 2》目前位于畅销榜前十，并获得硬核联盟超明显推荐，表现不俗。游戏储备上，目前公司有《我的起源》、《梦间集天鹅座》、《新神魔大陆》、《新笑傲江湖》、《梦幻诛仙》、《战神遗迹》、《幻塔》等手游在研，涵盖 MMORPG、回合制、ARPG、SLG、Roguelike、卡牌等多种类型，涉及未来科幻、二次元、古代神话、西方魔幻、东方仙侠等多种题材，融合了开放世界、沙盒等全新元素。同时，公司也开始加快海外手游业务的布局，一方面，新组建了行业内经验丰富的手游海外发行团队，同时多款适合全球发行的游戏产品正在研发中，未来海外业务将成为重要的增量。

图 6：《诛仙手游》2019 年 IOS 游戏畅销榜上排名变动情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

图 7：《完美世界》手游上线至今 IOS 游戏畅销榜排名变动情况



资料来源：七麦数据，国元证券研究中心

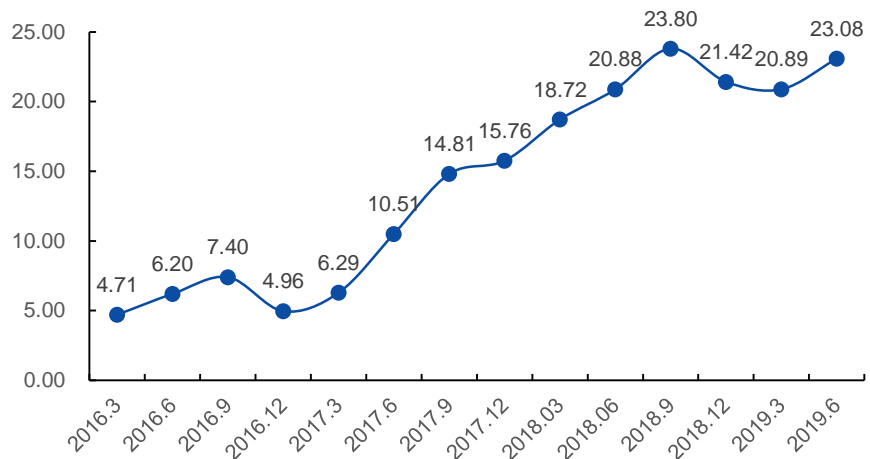
表 1：公司游戏储备情况

| 序号 | 游戏名称 | 类型 | 自研/代理 | 是否获得版号 |
|----|------------------------------|------------|-------|--------|
| 1 | 新诛仙世界 | PC 端游 | 自研 | 否 |
| 2 | 完美世界主机版 | 主机游戏 | 自研 | 否 |
| 3 | DON'T EVEN THINK (曾用名《边缘计划》) | PC 端游+主机游戏 | 自研 | 海外 |
| 4 | 曾用名《Online》) | PC 端游+主机游戏 | 自研 | 海外 |
| 5 | Magic The Gathering | PC 端游+主机游戏 | 自研 | 海外 |
| 7 | 新神魔大陆 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 9 | 我的起源 | 移动游戏 | 自研 | 是 |
| 10 | 新笑傲江湖 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 11 | 梦间集天鹅座 | 移动游戏 | 自研 | 是 |
| 12 | 梦间集 X DMM | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 13 | 梦间集 2 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 14 | 奈奥格之影 (曾用名《梦魇》) | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 15 | Lowpoly 风格卡牌产品(暂未命名) | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 16 | ARPG 产品(暂未命名) | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 17 | 新梦幻诛仙 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 18 | 战神遗迹 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 19 | 开放世界类 MMORPG 产品 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 20 | 非常英雄 | 移动游戏 | 自研 | 否 |
| 21 | 面条人 | 独立游戏 | 代理 | 是 |
| 22 | 赦免者 | 独立游戏 | 代理 | 是 |
| 23 | 隐龙传 | 独立游戏 | 代理 | 是 |
| 24 | 洪潮之焰 | 独立游戏 | 代理 | 是 |

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

影视板块，擅长现实题材，同时积极把握主旋律剧集，抗风险能力更强。公司影视业务实现收入 7.79 亿元，较上年同比下降 22.42%，主要系 2018 年公司转让院线业务所致，剔除院线业务影响后，本期影视业务收入较上年同比增长 32.25%。上半年电视剧板块主要实现《青春斗》、《筑梦情缘》、《趁我们还年轻》的收入确认，其中《青春斗》收入贡献较大。从存货变动情况来看，受影视业务持续扩张产能的影响，公司的存货水平持续攀升至 2018 年三季度报最高的 23.80 亿元，随后 18 年底，2019Q1 存货水平略有下降，整体影视业务的投资速度保持稳中有降，根据公司的最新存货情况来，下半年影视业务储备相对丰富。

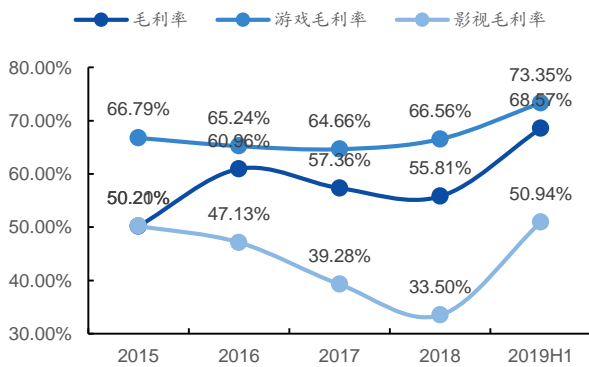
图 8：存货变动情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

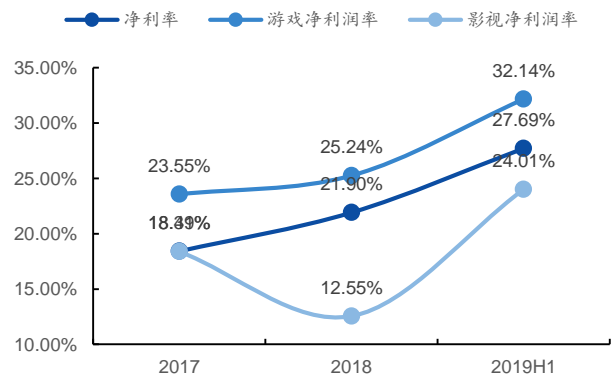
盈利能力持续提升。毛利率方面，游戏业务由于高毛利率第三方代理产品（《完美世界》手游以及《云梦四时歌》）占收入比重的提升，结构的变化拉动毛利率提升。影视业务由于处置了低毛利的院线板块毛利率也回升至 50.94%。期间费用率上，销售费用率、管理费用率和财务费用率保持稳定，其中销售费用率略有下降，研发费用维持高位并稳中有升，H1 达到 19.47%，为后续业务增长奠定基础。

图 9：毛利率变动情况



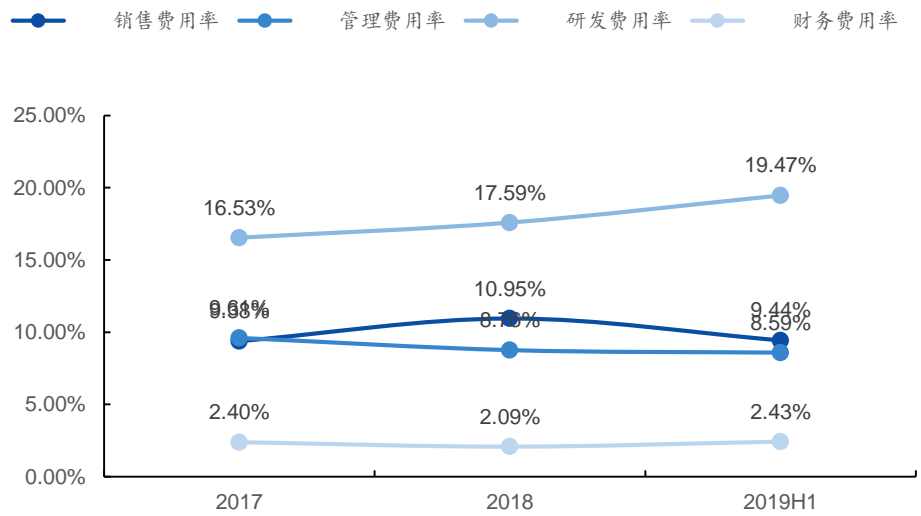
资料来源：国元证券研究中心

图 10：净利率变动情况



资料来源：国元证券研究中心

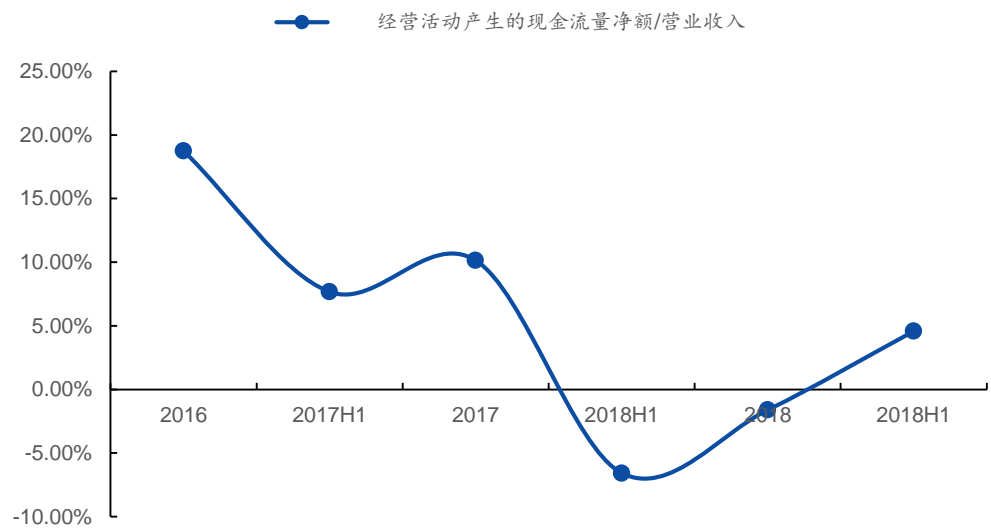
图 11: 期间费用率变动情况



资料来源：国元证券研究中心

现金流量情况持续改善，经营性现金流量净额由负转正。在手游业务增长，以及影视业务扩产能周期的结束，公司经营性现金流量净额由负转正。

图 12: 经营活动产生的现金流净额/营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2、投资建议

2019 年对于完美来说是一个重要之年,《完美世界》手游的大获成功证明了公司的稳定而优异的研发能力。产品研发方面,完美不断加大研发投入,吸纳优秀研发团队,在巩固自己传统的 MMO 优势品类的同时,在游戏品类玩法类型上不断寻求创新,逐渐步入收获期。完美目前形成了包括主机、端游、手游一体的多类型矩阵,在 IP 立体化开发上极具优势。发行上,完美第一次和腾讯合作便取得了如此超预期的成绩,为双方后续团队的合作打下了良好的基础。另一方面,在海外游戏发行上,公司新组建的海外发行团队,有望拉动公司海外游戏收入的增长,贡献新的增量。影视业务上,公司擅长现实题材且积极把握主旋律剧集,整体抗风险能力较强。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.60/1.84/2.00,对应 PE 分别为 15.10x/13.19x/12.12x 维持“买入”评级。

3、风险提示

老产品流水过快下滑、重点新游戏产品不及预期、政策风险

*国元持仓披露:

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | | | | | |
| 现金 | 10246.32 | 10783.28 | 12063.93 | 14746.16 | 17665.78 |
| 应收账款 | 3236.42 | 4228.91 | 6275.95 | 8261.18 | 10558.52 |
| 其他应收款 | 1661.52 | 1964.39 | 2022.12 | 2305.29 | 2572.95 |
| 预付账款 | 167.22 | 120.92 | 156.03 | 178.12 | 199.65 |
| 存货 | 851.65 | 789.74 | 762.01 | 870.12 | 971.56 |
| 其他流动资产 | 1575.57 | 2141.80 | 1310.29 | 1593.92 | 1825.58 |
| 非流动资产 | 2753.94 | 1537.52 | 1537.52 | 1537.52 | 1537.52 |
| 长期投资 | 6338.59 | 5195.00 | 5195.00 | 5195.00 | 5195.00 |
| 固定资产 | 1482.08 | 1559.23 | 1559.23 | 1559.23 | 1559.23 |
| 无形资产 | 478.60 | 362.34 | 362.34 | 362.34 | 362.34 |
| 其他非流动资产 | 114.37 | 86.84 | 86.84 | 86.84 | 86.84 |
| 资产总计 | 4263.55 | 3186.60 | 3186.60 | 3186.60 | 3186.60 |
| 流动负债 | | | | | |
| 短期借款 | 5215.40 | 3921.30 | 3042.88 | 3267.80 | 3519.23 |
| 应付账款 | 617.90 | 1270.02 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他流动负债 | 489.26 | 393.09 | 513.15 | 560.26 | 621.71 |
| 非流动负债 | 4108.24 | 2258.18 | 2529.73 | 2707.54 | 2897.52 |
| 长期借款 | 2582.77 | 2748.08 | 2748.08 | 2748.08 | 2748.08 |
| 其他非流动负债 | 500.00 | 793.75 | 793.75 | 793.75 | 793.75 |
| 负债合计 | 2082.77 | 1954.33 | 1954.33 | 1954.33 | 1954.33 |
| 少数股东权益 | 7798.17 | 6669.38 | 5790.96 | 6015.88 | 6267.31 |
| 股本 | 822.56 | 869.77 | 891.00 | 932.13 | 970.76 |
| 资本公积 | 1386.39 | 1386.49 | 1386.49 | 1386.49 | 1386.49 |
| 留存收益 | 3557.31 | 2908.17 | 2908.17 | 2908.17 | 2908.17 |
| 归属母公司股东权益 | 3020.46 | 4144.47 | 6282.31 | 8698.49 | 11328.05 |
| 负债和股东权益 | 7964.17 | 8439.14 | 10576.97 | 12993.15 | 15622.71 |

现金流量表

| 单位:百万元 | | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营活动现金流 | | | | | |
| 净利润 | 1459.91 | 1759.39 | 2131.40 | 2457.31 | 2668.19 |
| 折旧摊销 | 280.25 | 166.48 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用 | 291.64 | 242.95 | 31.75 | 0.00 | 0.00 |
| 投资损失 | -183.18 | -464.55 | -280.04 | -280.04 | -280.04 |
| 营运资金变动 | -1120.60 | -1741.49 | 1158.00 | -472.09 | -370.85 |
| 其他经营现金流 | 76.37 | -92.76 | -49.86 | -49.86 | -49.86 |
| 投资活动现金流 | 1714.94 | 2975.85 | 329.91 | 329.91 | 329.91 |
| 资本支出 | -188.01 | -95.57 | 49.86 | 49.86 | 49.86 |
| 长期投资 | 1799.88 | 2789.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | 103.07 | 281.98 | 280.04 | 280.04 | 280.04 |
| 筹资活动现金流 | -1450.97 | -1952.27 | -1274.11 | 0.00 | 0.00 |
| 短期借款 | 177.20 | 652.12 | -1270.02 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | -1532.62 | 293.75 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.03 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | -604.84 | -649.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | 509.26 | -2249.09 | -4.08 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 1068.35 | 893.59 | 2047.04 | 1985.23 | 2297.34 |

利润表

| 单位:百万元 | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 7929.82 | 8033.77 | 8874.84 | 10159.50 | 11333.80 |
| 营业成本 | 3381.23 | 3549.95 | 3332.04 | 3775.25 | 4251.01 |
| 营业税金及附加 | 63.77 | 43.46 | 55.79 | 60.90 | 69.04 |
| 营业费用 | 743.51 | 880.39 | 925.75 | 1077.61 | 1195.53 |
| 管理费用 | 761.56 | 704.21 | 621.24 | 711.16 | 793.37 |
| 研发费用 | 190.09 | 167.83 | 209.25 | 203.19 | 226.68 |
| 财务费用 | 137.17 | 10.39 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 183.18 | 464.55 | 280.04 | 280.04 | 280.04 |
| 投资净收益 | 1592.63 | 1892.28 | 2335.30 | 2678.97 | 2910.90 |
| 营业利润 | 68.86 | 30.87 | 49.86 | 49.86 | 49.86 |
| 营业外收入 | 12.64 | 7.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 1648.85 | 1915.74 | 2385.16 | 2728.83 | 2960.77 |
| 利润总额 | 188.94 | 156.36 | 253.77 | 271.52 | 292.58 |
| 所得税 | 1459.91 | 1759.39 | 2131.40 | 2457.31 | 2668.19 |
| 净利润 | -44.80 | 53.28 | 21.23 | 41.13 | 38.63 |
| 少数股东损益 | 1504.71 | 1706.10 | 2110.16 | 2416.18 | 2629.56 |
| 归属母公司净利润 | 1948.68 | 1609.13 | 2165.06 | 2502.67 | 2758.09 |
| EBITDA | 1.14 | 1.30 | 1.60 | 1.84 | 2.00 |
| EPS (元) | 7929.82 | 8033.77 | 8874.84 | 10159.50 | 11333.80 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 28.8% | 1.3% | 10.5% | 14.5% | 11.6% |
| 营业利润 (%) | 31.7% | 18.8% | 23.4% | 14.7% | 8.7% |
| 归属母公司净利润 (%) | 29.0% | 13.4% | 23.7% | 14.5% | 8.8% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 57.4% | 55.8% | 62.5% | 62.8% | 62.5% |
| 净利率 (%) | 19.0% | 21.2% | 23.8% | 23.8% | 23.2% |
| ROE (%) | 18.9% | 20.2% | 20.0% | 18.6% | 16.8% |
| ROIC (%) | 24.5% | 25.2% | 47.3% | 49.4% | 50.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 47.0% | 41.7% | 33.6% | 30.2% | 27.4% |
| 净负债比率 (%) | 13.4% | 12.9% | 4.6% | 4.0% | 3.5% |
| 流动比率 | 1.96 | 2.75 | 3.96 | 4.51 | 5.02 |
| 速动比率 | 1.50 | 2.00 | 3.28 | 3.76 | 4.22 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.48 | 0.49 | 0.53 | 0.55 | 0.53 |
| 应收账款周转率 | 4.41 | 4.43 | 4.45 | 4.70 | 4.65 |
| 应付账款周转率 | 5.56 | 8.05 | 7.35 | 7.03 | 6.01 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 1.14 | 1.30 | 1.60 | 1.84 | 2.00 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.61 | -0.10 | 2.28 | 1.26 | 1.50 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 6.06 | 6.42 | 8.04 | 9.88 | 11.88 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 21.18 | 18.68 | 15.10 | 13.19 | 12.12 |
| P/B | 4.00 | 3.78 | 3.01 | 2.45 | 2.04 |
| EV/EBITDA | 16.73 | 19.54 | 12.99 | 10.45 | 8.65 |

投资评级说明

(1) 公司评级定义

| | |
|----|---------------------------------|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上 |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|--------------------------------|
| 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上 |
| 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间 |
| 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上 |

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心
A 座国元证券
邮编：230000
传真：(0551) 62207952

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼
国元证券
邮编：200135
传真：(021) 68869125
电话：(021) 51097188