民生证券 MINSHENG SECURITIES

富春股份(300299)

公司研究/动态报告

新游上线登顶畅销榜首，底部逆境反转

—富春股份动态追踪报告

动态研究报告/传媒行业　　2020 年 10 月 16 日

报告摘要：

- **《新世代的诞生》上线首日成绩喜人，字节掌舵助力新游杨帆海外**

公司新游《仙境传说：新世代的诞生》于10月15日在港澳台三地同步发行，上线首日成绩不俗，台湾地区登顶免费和畅销双榜冠军，香港地区则拿下免费榜第一和畅销榜第二的成绩。此作品东南亚及港澳台发行将由版权方Gravity 和字节跳动进行。《仙境传说》作为经典IP，在全世界特别是亚洲地区影响力巨大，具备成为手游大作的先天优势，且作为字节跳动首款海外发行的重度游戏，对于字节重度游戏发行和出海业务具有标杆意义。此外，公司储备的另两款《仙境传说》系列游戏也分别在国内和韩国上线发行。公司有望围绕《仙境传说》IP持续制造精品，看好公司游戏业务未来弹性空间。

- **5G 建设迎来高峰期，通信业务为公司夯实基本盘**

5G大规模建设已于今年正式开展并将在明后两年达到顶峰，公司网络规划、工程施工服务已率先起量。同时，5G网络建设不同于以往的脉冲式投资形式，建设周期更长，投入更高，更具持久性的市场特点将在未来至少5年内为行业带来可观的发展增量。目前公司已有订单斩获，并有望在下半年扩大订单规模。且公司通过并购进一步打造通信技术服务一体化能力并积极拓展智慧城市业务，由规划设计前端服务供应商向完整解决方案供应商转变。我们认为公司将充分受益于5G建设，通信业务将稳步增长进一步夯实公司基本盘。

- **商誉风险释放充分，轻装上阵迎接业绩反转**

公司19年计提减值后剩余商誉仅为2亿元，较巅峰时12亿元下降明显。而游戏行业监管趋缓，行业景气度较高，公司游戏储备充分逐步渡过产品新老交替期，商誉再次减值风险较小。看好公司下半年起轻装上阵，业绩重回增长。

- **投资建议**

目前公司商誉风险已经较小，公司通信业务将迎来高景气周期，全面受益于 5G 大规模基建，未来将实现稳步增长；游戏业务方面，看好字节跳动首款海外重度游戏代理和《仙境传说》这一经典 IP 双重加持的新作的业绩空间。我们认为，公司 20-22 年将实现归母净利润 1.19/4.13/4.71 亿元，对应 PE 59X/17X/15X。对标同类游戏公司 21 年 PE 中值为 23X，通信技术服务可比公司 21 年 PE 中值为 30X，公司具备估值优势，首次覆盖，给予“推荐“评级。

- **风险提示：**

海外游戏业务拓展不及预期；游戏上线发行进度不及预期；海外互联网政策风险；通信技术服务和智慧城市业务订单数量及规模不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	468	696	1,145	1,310
增长率（%）	-15.8%	48.7%	64.6%	14.4%
归属母公司股东净利润（百万元）	(561)	119	413	471
增长率（%）	-1067.2%	-121.3%	246.3%	13.9%
每股收益（元）	(0.78)	0.17	0.60	0.68
PE（现价）	(13.1)	59.1	17.1	15.0
PB	14.5	11.8	7.0	4.8

推 荐　　首次评级

当前价格：　10.20

交易数据　　**2020-10-15**

近 12 个月最高/最低（元）	13.15/3.65
总股本（百万股）	691.23
流通股本（百万股）	615.26
流通股比例（%）	89%
总市值（亿元）	70.51
流通市值（亿元）	62.76

该股与沪深 300 走势比较

资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：刘欣

执业证号：　S0100519030001

电话：　010-85127513

邮箱：　liuxin@mszq.com

分析师：钟奇

执业证号：　S0100518110001

电话：　021-60876718

邮箱：　zhongqi@mszq.com

相关研究

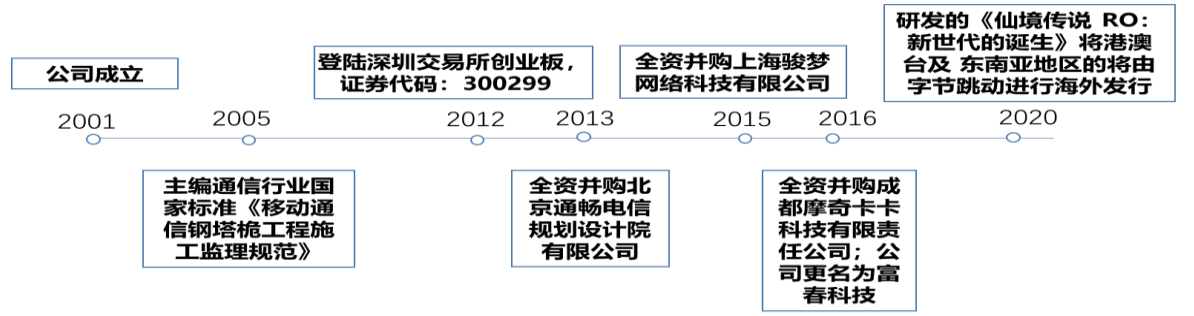
目录

一、游戏&通信技术服务双主业并进，共享 5G 红利 3
二、游戏业务：经典 IP《仙境传说》新作上线，携手字节扬帆出海 5
三、通信技术服务业务：5G 建设期率先起量，向上景气周期已经到来 8
四、投资建议 10
五、风险提示 10
插图目录 12
表格目录 12

一、游戏&通信技术服务双主业并进，共享 5G 红利

公司原为行业领先的老牌通信技术服务公司。公司成立于 2001 年，主要为移动、联通、电信等通信运营商提供通信网络建设技术服务，技术服务范围主要包括通信网络建设前期的规划咨询、可行性研究、勘察设计等，内容涉及无线通信、有线通信、交换通信、数据通信、通信电源、通信建筑等多个技术专业，是国内民营通信网络建设技术服务提供商中的领跑者之一。

图1：公司发展历程



资料来源：公司网站，民生证券研究院

转型后，公司聚焦通信技术服务和游戏，双主业并重。公司 2014 年决定转型，实行“通信”&“游戏”双主业策略。2015 年起先后并购上海骏梦、成都摩奇卡卡两家游戏公司，由此奠定了游戏业务板块的基础，战略重心也由单一通信技术服务业务变为双主业并重。近年来公司坚持“精品游戏”+“知名 IP”的策略，实行 IP 运营、研发、发行一体化模式，发行了《秦时明月》、《霹雳江湖》、《射雕三部曲》、《仙境传说 RO：复兴 H5》等多款游戏。此外，公司近年来还通过并购布局了网络文学、动漫、大数据业务，围绕“游戏”和“通信”两条主线，不断外延进一步拓展公司业务边界。

图2：公司业务版图主要构成

资料来源：公司网站，民生证券研究院

公司商誉风险已经释放较为充分，叠加上 5G 大规模建设展开和公司重磅新游上线将催动公司实现困境反转。2017 年骏梦公司由于项目研发调整和海外游戏上线不及预期，未实现承诺业绩，计提 3.56 亿元商誉减值；2018 年受“版号暂停”行业政策的影响，摩奇卡卡业绩受到较大影响，计提 3.18 亿元商誉减值。2019 年，受行业监管环境趋严、产品上线不达预期等因素影响，上海骏梦和摩奇卡卡业绩均未达预期，商誉减值计提约 6.75 亿元。经过连续的商誉减值后，公司目前商誉约为 2 亿元，游戏行业景气度较高，且公司游戏储备充足，重磅新游即将上线，进一步减值风险较小。而通信业务将受益于 5G 大规模建设的展开，未来两年业绩将持续释放，两者叠加，公司未来业绩可期。

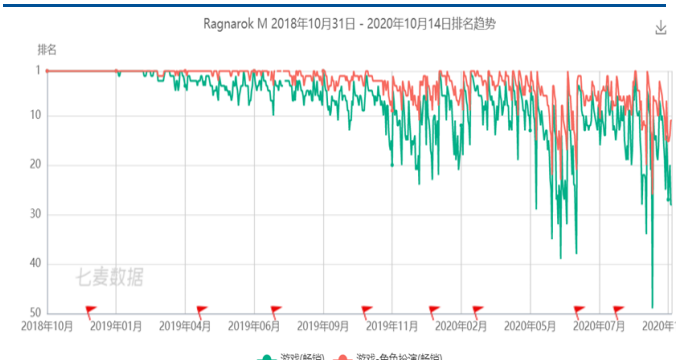
二、游戏业务：经典 IP《仙境传说》新作上线，携手字节扬帆出海

公司移动游戏业务坚持“精品游戏+知名 IP”战略，目前拥有《仙境传说》、《秦时明月》、《霹雳江湖》、《三国战纪》、《射雕三部曲》等众多优秀 IP，在国内目前在运行的有《霹雳江湖》、《仙境传说：复兴》、《仙境传说：守护永恒的爱》、《新大主宰》等多款游戏产品，海外市场则主要包括港澳台、越南、泰国、日本、韩国等地区。其中，仙境传说是公司最具价值的 IP 资源，《仙境传说 RO：新世代的诞生》作为公司全力打造的重点游戏，其东南亚及港澳台地区交由版权方与字节跳动运营发行。作为字节跳动首款海外发行的重度手游，其发行成败对于字节跳动的游戏出海和发行业务有着标杆意义。看好其公司有望围绕仙境传说 IP 打造系列精品，续写这一经典 IP 的辉煌。

《仙境传说》作为经典网游产品，IP 影响力巨大。《仙境传说》是由韩国 GRAVITY 公司研发的多人在线角色扮演游戏，于 2003 年在中国大陆正式商业化运营，2016 年关服停运。全球市场上，《仙境传说》累计发行超 80 个国家和地区，注册用户超亿人。在世界范围内有着巨大的影响力，特别是在日本、韩国、港澳台和东南亚地区支持者众多。

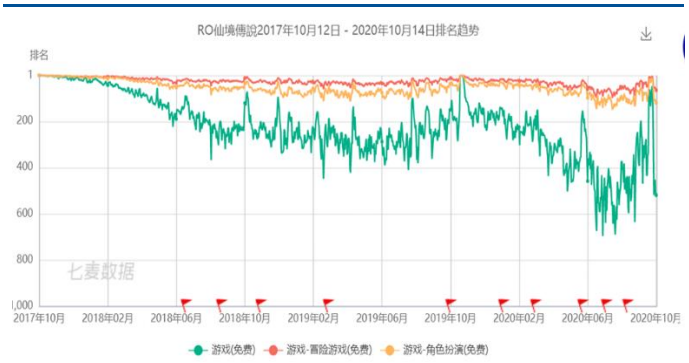
公司与心动公司合作研发的《仙境传说 RO：守护永恒的爱》上线三年，成绩斐然。《仙境传说 RO：守护永恒的爱》（以下简称《仙境传说：M》）先后于 2017 年 3、10 月和 2018 年 3 月在大陆、台湾和韩国上线，并在 2018 年 10 月开通全球服务器。在台湾市场，游戏获得 AppStore 和 Google play 大图推荐，并登顶 AppStore 畅销、免费双榜第一，Google play 畅销榜第一，霸榜超一个月之久，月流水超 4.5 亿新台币，约合 1 亿元人民币。而在东南亚地区，曾拿下新加坡、泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、文莱等 6 个市场的 App Store 游戏免费榜 TOP1，泰国、文莱、老挝、菲律宾、印度尼西亚等 5 个市场的游戏畅销榜 TOP1。在 Google Play 渠道，《仙境传说：M》也取得了非常好的成绩，拿下新加坡、泰国、菲律宾、印度尼西亚等四个市场的 Google Play 游戏畅销榜 TOP1。

图3：《仙境传说：M》上线至今泰国地区畅销榜排名



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图4：《仙境传说：M》上线至今台湾地区畅销榜排名



资料来源：七麦数据，民生证券研究院

生命周期较长，上线多年来依然保持高业绩。《仙境传说：M》在台湾地区发行 3 年时间，20 年 Q1 仍然位居台湾手游收入第 11 名，而在东南亚地区更是保持着 20 年 Q1 收入第五名的优秀表

现。虽然整体看 20 年上半年收入较 19 年同期有所下降，但下半年预计将迎来一次大型版本更新，预计届时会驱动产品收入回暖，继续为公司提供稳定流水。

表1：《仙境传说：M》发行以来在港澳台和东南亚地区排名情况

国家和地区	首月排名	2017 年排名	2018 年排名	2019 年排名	2020 年排名
台湾	1	2	7	31	34
香港	2	2	16	63	51
澳门	30	23	64	178	69
泰国	1	2018 年 10 月上线	1	7	19
印度尼西亚	1	2018 年 10 月上线	1	9	43
马来西亚	3	2018 年 10 月上线	3	15	47
菲律宾	1	2018 年 10 月上线	1	2	6

资料来源：七麦数据，民生证券研究院

图5：2020 年 Q1 东南亚手游收入 TOP20

资料来源：Sensor，民生证券研究院

图6：2020 年 Q1 台湾手游收入 TOP20

资料来源：Sensor，民生证券研究院

子公司上海骏梦拥有《仙境传说》全版权大陆及其他地区独占及排他授权。骏梦公司 2013 年起开始与 Gravity 开展合作，相继获得《仙境传说 RO》 页游和手游 MMORGP 和卡牌两个类型的的开发版权（大陆地区独占及排他的授权）。2016 年 4 月，公司与 Gravity 续签了关于《仙境传说 RO》 的全版权大陆地区独占及排他的授权协议，授权期限 5 年至 2021 年。2020 年，公司针对这一 IP 计划将推出了 3 款产品，**《仙境传说 RO：爱如初见》、《仙境传说 RO：新世代的诞生》和《仙境传说 RO:复兴 H5》**。其中 1)《仙境传说 RO：爱如初见》公司与欢乐互娱联合开发，预计 2020 年在海外上市发行，国内方面，交由腾讯独家代理，版号待定；2)**《仙境传说 RO：新世代的诞生》**为上海骏梦自主研发，东南亚与港澳台地区的发行权交给版权方 Gravity 和字节跳动进行海外发行，港澳台地区于 10 月 15 日正式上线，东南亚地区将有望在明年年初上线发行；3)《仙境传说 RO：复兴 H5》则为公司自研的 H5 网页游戏，已于 5 月 29 日上线。

字节跳动游戏出海于 2019 年底杨帆，多款休闲游戏成绩不俗验证其全球化发行能力。2019 年 12 月，《我功夫特牛》作为字节跳动第一款出海游戏正式在日本上架，经过一段时间的调优后 1 月份开始在多个海外市场陆续发力，并在日本登顶免费榜榜首（日本 TOP1，澳门 TOP1，台湾 TOP2，香港 TOP5，韩国 TOP31），成绩斐然。随后在 3 月，《是特工就上 100 层》也成功打入美国市场，挤入免费榜前十（同时进入过意大利、加拿大、英国、法国、德国等超过 6 个欧美市场的

免费榜 TOP10）。根据 APP Annie 数据，自今年 4 月起，字节跳动连续 6 个月进入中国厂商应用出海收入 TOP30，排名稳步上升（4 月排名 24，5 月排名 25，6 月排名 26，7 月排名 23，8 月排名 20，9 月排名 20），其海外发行能力已经得到证明。

表2：字节跳动已经进入中国发行商出海应用收入前 20

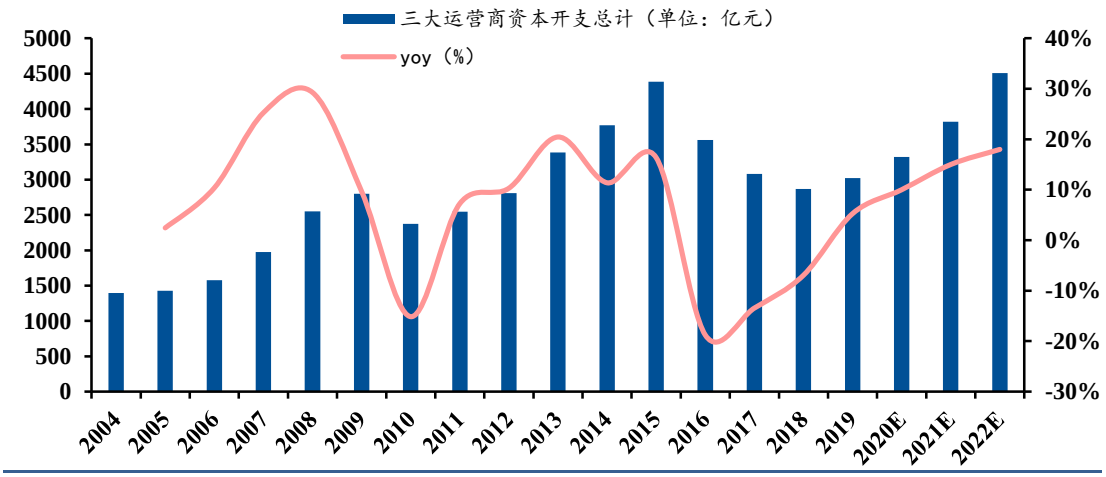
月份	字节跳动	心动网络	网易	腾讯	三七互娱
1 月	/	/	2	4	15
2 月	/	/	4	3	17
3 月	/	30	4	2	11
4 月	24	/	4	3	10
5 月	25	26	4	1	13
6 月	26	24	4	3	14
7 月	23	20	4	3	14
8 月	20	23	3	4	14
9 月	20	25	3	4	14

资料来源：APP Annie，民生证券研究院

三、通信技术服务业务：5G 建设期率先起量，向上景气周期已经到来

5G 建设提速，明后年将为 5G 建设最高潮。2020 年运营商资本开支提升表明 5G 建设开始提速，21 年资本开支保持乐观。根据三大运营商和铁塔公司上半年财报显示，2020 年 H1 各公司资本开支总计 1,842 亿元，同比增长 21.9%。从资本开支结构上看，无线侧仍为建设重点。无线侧上半年资本开支同比增长 34.7%，有线侧则同比增长 7.8%，且中国移动对于无线侧资本开支进行了小幅上修。对于全年资本开支，我们预测运营商资本开支总额不会有大的变动，下半年的开支结构也将保持稳定。根据各公司指引，下半年无线资本开支预计 1031 亿元，同比增长 8.3%。其中 5G 全年投资达到 1,853 亿元，小幅上调 2.8%，同比提升 350.1%。根据三大运营商对外宣布的计划，5G 基站数量到年底有望超过 60 万站。此外，我们认为下半年针对 5G 建设仍将有一次规模招标，未来一段时间将迎来新一轮 5G 大规模网络建设机遇。

图7：三大运营商资本开支展望与回顾



资料来源：三大运营商年报，民生证券研究院

5G 大规模建设期已至，网络规划、工程施工服务已率先起量，公司已有订单斩获。网络规划等业务作为通信网络建设的前周期行业，位于整个通信网络工程建设的最上游，将首先受益于 5G 资本开支带来的边际改善。公司 1 月 23 日公告称，下属子公司北京通畅中标中移设计院 2020-2021 年度规划设计服务集中采购项目，金额共计约 9,689.10 万元。

表3：北京通畅中标中移设计院具体份额情况

省份	中标份额
北京	25.31%
山东	11.67%
河南	12.97%
安徽	15.92%
新疆	16.10%
福建	12.62%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

收购阿尔创，进一步打造通信技术服务一体化能力。公司拟通过发行股份的方式向戴坚、吴立立、李冲等 35 名交易对方购买其所持有的阿尔创 86.79%股份。此次拟收购的阿尔创公司主营

业务为通信网络技术服务业务，包括通信工程建设、通信设施运维、信息系统集成、软件开发服务以及通信产品销售等。标的公司在通信项目资质、区域品牌等有较大优势，过去两年分别实现营收 3.03 亿元、2.8 亿元，归母净利润分别为 4053 万元、1079 万元。通信技术服务围绕移动通信网络的生命周期展开，规划、建设、维护和优化不同环节紧密联系。近年来，由于网络技术升级和通信网络复杂程度的提高，过去运营商将各环节分别分包的方式已经越来越不能适应目前的状况，拥有全业务能力的技术服务商将会具有更大的竞争优势。公司通过此次收购将新增包括通信工程建设、通信设施运维、信息系统集成、软件开发服务以及通信产品销售等新业务，公司经营范围进一步扩大，与现有业务互补与协同，能够为通信运营商、政府等客户提供从移动通信网络建设方案规划、设计到施工、运维、优化的全流程一体化服务，进一步降低客户移动通信网络建设的成本，并提供更优质的服务。

拓展智慧城市、ICT 领域业务，开拓新业务增长点。公司 2019 年和中电长城、银海豚资本共同成立了中福科技科技有限公司(公司持股 51%)，中电长城系国内优秀的智慧城市信息化服务商，银海豚资本系国内优秀的金融服务解决方案提供商，公司有望借助于中电集团的央企优势，将业务拓展至 EPC 总包，进一步由规划设计等具体前端服务供应商向包括软件开发、平台建设、运维、系统集成、施工在内的完整解决方案供应商转变。目前公司已经在智慧教育、智慧水务、智慧粮仓等方面，开展前期技术储备及商务工作，后续有望快速提升业务规模，成为新的业绩增长点。

四、投资建议

移动游戏：选取完美世界、三七互娱、电魂网络、掌趣科技作为可比公司；通信技术服务：选取杰赛科技、国脉科技、三维通信作为可比公司。

表4：可比公司估值情况（标注*为采用 wind 一致预期）

代码	简称	EPS			PE		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
富春股份		0.17	0.60	0.68	59.1	17.1	15.0
游戏行业均值		**0.97**	**1.59**	**1.92**	**40.3**	**23.9**	**17.5**
002555.SZ	三七互娱	1.00	1.35	1.62	26.9	23.5	17.3
002624.SZ	完美世界	1.16	1.89	2.23	38.0	26.3	21.8
603258.SH	电魂网络	0.93	1.84	2.52	42.5	16.8	14.2
300315.SZ	掌趣科技	0.13	0.28	0.38	54.2	22.3	16.3
通信技术服务行业中值		**0.13**	**0.37**	**0.50**	**263.8**	**30.1**	**22.5**
002903.SZ	国脉科技*	0.03	0.46	0.62	491.7	32.5	24.0
002115.SZ	三维通信*	0.22	0.28	0.38	35.8	27.7	21.0

资料来源：wind、民生证券研究院

目前公司商誉风险已经较小，公司通信业务将迎来高景气周期，全面受益于 5G 大规模基建，未来将实现稳步增长；游戏业务方面，看好字节跳动首款海外重度游戏代理和《仙境传说》这一经典 IP 双重加持的新作的业绩空间。我们认为，公司 20-22 年将实现归母净利润 1.19/4.13/4.71 亿元，对应 PE 59X/17X/15x。对标同类游戏公司 21 年 PE 中值为 23X，通信技术服务可比公司 21 年 PE 中值为 30X，公司具备估值优势，首次覆盖，给予“推荐“评级。

五、风险提示

海外游戏业务拓展不及预期；游戏上线发行进度不及预期；海外互联网政策风险；通信技术服务和智慧城市业务订单数量及规模不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	468	696	1,145	1,310
营业成本	209	232	319	362
营业税金及附加	2	3	5	6
销售费用	120	146	97	111
管理费用	55	81	134	153
研发费用	78	115	190	217
EBIT	5	118	400	461
财务费用	26	0	0	0
资产减值损失	(733)	0	0	0
投资收益	251	0	0	0
营业利润	(527)	118	400	461
营业外收支	(3)	0	0	0
利润总额	(530)	118	400	461
所得税	31	(1)	(14)	(10)
净利润	(561)	119	413	471
归属于母公司净利润	(561)	119	413	471
EBITDA	18	118	400	461

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	162	510	368	1225
应收账款及票据	203	333	539	604
预付款项	41	53	70	78
存货	6	(3)	7	(2)
其他流动资产	46	46	46	46
流动资产合计	855	1203	1801	2392
长期股权投资	113	113	113	113
固定资产	17	17	17	17
无形资产	11	11	11	11
非流动资产合计	565	365	365	365
资产合计	1420	1567	2165	2756
短期借款	209	209	209	209
应付账款及票据	173	151	226	264
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	733	754	938	1059
长期借款	173	173	173	173
其他长期负债	6	6	6	6
非流动负债合计	179	179	179	179
负债合计	912	933	1117	1238
股本	711	691	691	691
少数股东权益	9	9	9	9
股东权益合计	508	608	1021	1492
负债和股东权益合计	1420	1567	2165	2756

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	-15.8%	48.7%	64.6%	14.4%
EBIT 增长率	-94.6%	2268.8%	238.1%	15.2%
净利润增长率	-1067.2%	-121.3%	246.3%	13.9%
盈利能力				
毛利率	55.3%	66.7%	72.1%	72.4%
净利润率	-119.9%	17.2%	36.1%	35.9%
总资产收益率 ROA	-39.5%	7.6%	19.1%	17.1%
净资产收益率 ROE	-112.3%	19.9%	40.8%	31.7%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.6	1.9	2.3
速动比率	1.2	1.6	1.9	2.3
现金比率	0.4	0.9	0.5	1.3
资产负债率	0.6	0.6	0.5	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	184.7	187.2	182.8	184.9
存货周转天数	4.8	1.6	2.2	2.9
总资产周转率	0.3	0.5	0.6	0.5
每股指标（元）				
每股收益	(0.8)	0.2	0.6	0.7
每股净资产	0.7	0.9	1.5	2.1
每股经营现金流	(0.1)	0.2	(0.2)	1.2
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	(13.1)	59.1	17.1	15.0
PB	14.5	11.8	7.0	4.8
EV/EBITDA	76.7	29.8	12.1	9.2
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(561)	119	413	471
折旧和摊销	650	0	0	0
营运资金变动	98	22	(556)	387
经营活动现金流	(89)	142	(143)	858
资本开支	101	(207)	0	0
投资	13	0	0	0
投资活动现金流	(87)	207	0	0
股权募资	7	0	0	0
债务募资	27	0	0	0
筹资活动现金流	(33)	0	0	0
现金净流量	(209)	349	(143)	858

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程 3
图 2: 公司业务版图主要构成 3
图 3: 《仙境传说：M》上线至今泰国地区畅销榜排名 5
图 4: 《仙境传说：M》上线至今台湾地区畅销榜排名 5
图 5: 2020 年 Q1 东南亚手游收入 TOP20 6
图 6: 2020 年 Q1 台湾手游收入 TOP20 6
图 7: 三大运营商资本开支展望与回顾 8

表格目录

表 1: 《仙境传说：M》发行以来在港澳台和东南亚地区排名情况 6
表 2: 字节跳动已经进入中国发行商出海应用收入前 20 7
表 3: 北京通畅中标中移设计院具体份额情况 8
表 4: 可比公司估值情况（标注*为采用 wind 一致预期） 10
公司财务报表数据预测汇总 11

分析师简介

刘欣，民生证券文化传媒&海外互联网首席分析师，中国人民大学汉青高级经济与金融研究院硕士，先后于中金公司（2015-2016）、海通证券（2016-2019）从事TMT行业研究工作，2019年1月加入民生证券。所在团队2016/2017年连续两年获得新财富最佳分析师评比文化传媒类第三名，2016年水晶球评比第三名，2016年金牛奖第三名，2017年水晶球第五名，2017证券时报金翼奖第一名，2019年获得WIND第七届金牌分析师评比传播与文化类第5名等。

钟奇，民生证券总裁助理&研究院院长，范德比尔特大学金融数学博士后，约翰霍普金斯大学博士，复旦大学学士，上海期货交易所博士后导师。文化传媒与有色金属行业分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。