



中信证券研究部



唐思思
首席传媒分析师
S1010517080007



肖俨行
传媒分析师
S1010517070001

核心观点

春节档重要性持续提升。2019 年是近十年来上映影片数量最多的春节档期，预计将有 14 部影片登陆大银幕。我们预计银幕数增长、头部影片坐镇有望驱动春节档票房增长约 5%-15% 达 61-66 亿元，驱动主题性投资机会。建议关注相关标的中国电影、北京文化、万达电影、光线传媒、横店影视。

■ **春节档票房占比持续提升，已成第二大档期。**春节档票房占比由 2012 年的不足 3% 提升至 2018 年的近 10%，春节档已经成为仅次于暑期档的第二大档期，且已经相对国庆档（2018 年票房占比 3.58%）、年末贺岁档（2018 年票房占比 8.11%）形成显著优势。2018 年，春节档日均观影人次达 0.21 亿人，日均票房达 8.24 亿元，遥遥领先于其他三大档期。

■ **内容端：春节档受片方重视程度不断提高，精品内容供给奠定形成春节档票房表现基础。**近年来片方在春节档投放的影片质量不断提升，叫好又叫座的佳作频现。2018 年春节档综合票房达 58 亿元，同比增速达 68%。票房前三名的影片《红海行动》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》分列当年票房榜第 1/2/6 名。

■ **渠道端：在渠道下沉、观影成为新年俗的背景下，春节档票房仍具有实现高速增长潜力。**春节档已经成为我国四大档期中唯一以低线城市地区为主要票仓的档期，三线及以下城市票房占比达 55%。随着低线城市消费能力的进一步释放，我们认为春节档票房仍具有高速增长潜力。

■ **2019 年春节档票房有望达 66 亿元。**在数量显著高于往年的优质影片供给与发行端的持续投入驱动下，2019 年春节档票房有望增长约 5%-15%，达 61 亿至 66 亿元。从内容端来看，将有标志性国产科幻片《流浪地球》与具有票房号召力的导演与演员的喜剧作品《疯狂的外星人》、《飞驰人生》、《神探蒲松龄》、《新喜剧之王》等与观众见面。从渠道端来看：2018 年全国银幕总数达到 60079 块，其中当年新增 9303 块，同比增速达 18%，银幕供给充足；在线票务平台预计将以 2019 年春节档为重要的增强用户粘性的窗口期，投入将显著加大。预计 2019 年全年我国票房将达 646 亿元，同比增速达 7%，春节档票房占比预计将稳定在 10% 左右。

■ **投资建议：**建议关注具有标志性意义的国产科幻片《流浪地球》出品与发行方中国电影、北京文化；建议关注票房号召力巨大的宁氏喜剧《疯狂的外星人》出品与发行方光线传媒。建议关注院线行业龙头万达电影；建议关注拥有较强资本实力、在低线城市前瞻布局，形成规模优势的横店影视。

■ **风险因素：**宏观经济表现不及预期导致观影支出减少的风险；影片内容质量不及预期导致观影人次不及预期的风险；政策规制的风险。

电影行业

评级 中性（维持）

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
万达电影	22.4	0.87	0.98	1.11	26	23	20	增持
光线传媒	9.0	0.82	0.33	0.39	11	27	23	增持
横店影视	23.5	1.00	1.25	1.53	24	19	15	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 1 月 16 日收盘价

目录

春节档复盘：地位不断提升，票房仍具增长潜力.....	1
2019 春节档展望：上市公司深度参与，预计形成主题投资机会	4
风险因素	6
投资建议	6

插图目录

图 1：主要档期票房地域构成.....	1
图 2：主要档期日均票房与观影人次.....	1
图 3：2012-2018 春节档票房及票房占比	2
图 4：2013-2018 春节档与全年票房增速	2
图 5：主要档期票房地域构成.....	3
图 6：历年银幕数量	5

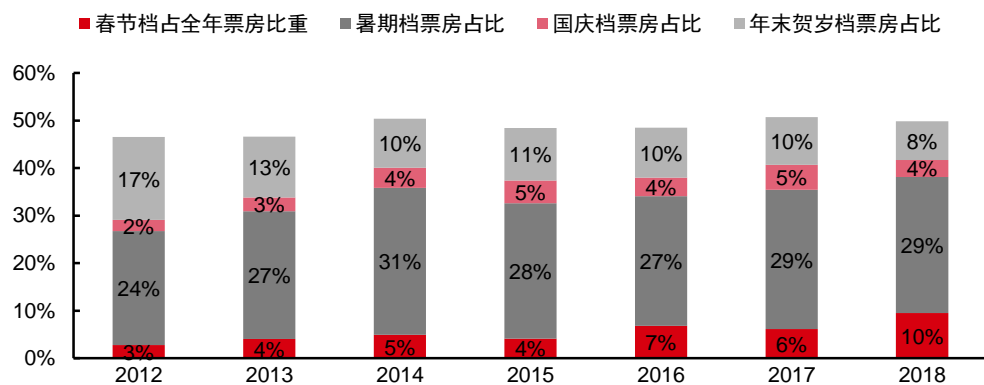
表格目录

表 1：历年春节档头部影片一览.....	2
表 2：2019 春节档片单.....	4
表 3：2019 春节档主要影片预售情况	5
表 4：重点公司盈利预测、估值及投资评级.....	6

春节档复盘：地位不断提升，票房仍具增长潜力

春节档票房占比持续提升，已成第二大档期。2018 年我国继续维持仅次于北美的全球第二大电影市场地位，四大档期合计票房占比仍在 50%以上。2018 年中国电影综合票房达 610 亿元，其中春节档综合票房达 58 亿元；全年中国内地观影人次达 17.17 亿，其中春节档观影人次达 1.45 亿人次。春节档票房占比由 2012 年的不足 3%提升至 2018 年的近 10%，已经成为仅次于暑期档的第二大档期，且相对国庆档（2018 年票房占比 3.58%）、年末贺岁档（2018 年票房占比 8.11%）具有显著优势。

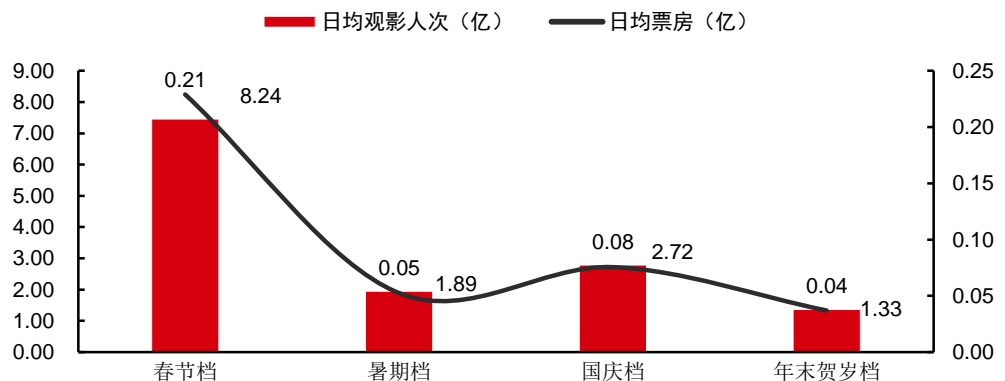
图 1：主要档期票房地域构成



资料来源：淘票票专业版，中信证券研究部

春节档日均票房与观影人次遥遥领先，春节观影具有强社交属性。2018 年春节档日均观影人次达 0.21 亿人，日均票房达 8.24 亿元，遥遥领先于其他三大档期。春节期间阖家团聚，观影行为社交属性强，影片上座率普遍较高。以 2018 年为例，春节档档期内票房排名前五的影片上座率均在 40%以上，其中档期内票房最高的《唐人街探案 2》上座率达 54.8%，遥遥领先于暑期档《我不是药神》的 19.5%，国庆档《无双》的 20.7%和贺岁档《海王》的 12.8%。春节档的出色表现使其获得片方高度关注。

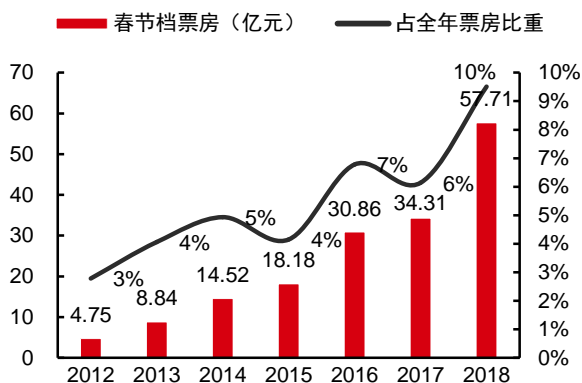
图 2：主要档期日均票房与观影人次



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

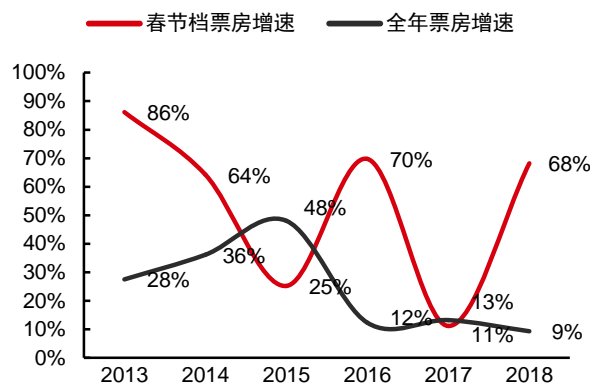
春节档票房总体维持高速增长，和全年票房表现相关程度不高。2018 年我国全年电影票房同比增长 9%，观影人次同比增长 6%，增速均已趋缓。从历史表现看，春节档票房表现与全年电影票房表现相关性不明显。片方投放的影片质量是决定春节档表现的关键因素，如 2016 年尽管全年票房增速已经放缓，但在《美人鱼》、《澳门风云 3》、《西游记之三打白骨精》、《功夫熊猫 3》等一系列出色作品的支撑下，当年春节档实现同比 70% 的票房高速增长。在我国电影市场增速整体趋缓而创作周期仍处于触底回升的背景下，春节档竞争反而可能更加激烈。

图 3：2012-2018 春节档票房及票房占比



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

图 4：2013-2018 春节档与全年票房增速



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

内容端：春节档受片方重视程度不断提高，精品内容供给奠定春节档票房表现基础。近年来片方在春节档投放的影片质量不断提升，叫好又叫座的佳作频现。2018 年春节档票房前三名的影片《红海行动》、《唐人街探案 2》、《捉妖记 2》分列当年票房榜第 1/2/6 名，豆瓣评分分别达 8.3/6.7/5，而第四、第五名影片《西游记女儿国》、《熊出没·变形记》亦均在全年票房榜前 30 之列，豆瓣评分均在 8 分左右。春节档影片的整体质量稳步提升，如这一趋势得以延续，在口碑效应逐渐凸显的中国电影市场春节档票房具有取得出色表现的基础。

表 1：历年春节档头部影片一览

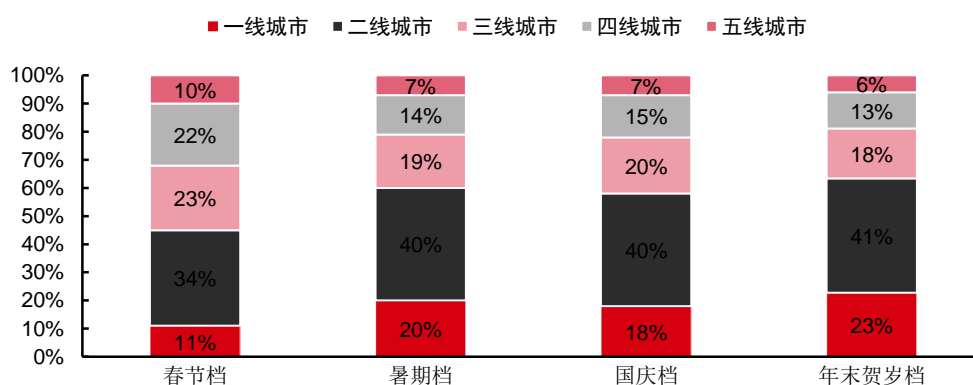
档期	档期上映影片	影片档期票房 (亿元)	占档期票房比例	影片类型	当年总票房榜排名	豆瓣评分
2014	西游记之大闹天宫	6.35	43.72%	动作/奇幻	3	4.1
	爸爸去哪儿	4.86	33.49%	喜剧/家庭/儿童	9	6.1
	澳门风云	1.87	12.89%	喜剧/动作	14	5.7
	冰雪奇缘	0.36	2.47%	喜剧 / 动画 / 奇幻 / 歌舞	32	8.3
	前任攻略	0.35	2.44%	喜剧 / 爱情	56	6.1
2015	天将雄师	4.63	25.45%	动作/战争/古装	15	5.9
	澳门风云 2	4.30	23.63%	喜剧/动作	9	5.7
	钟馗伏魔：雪妖魔灵	2.70	14.88%	动作/爱情/奇幻	36	4.2
	狼图腾	2.51	13.80%	剧情/冒险	17	7
2016	爸爸去哪儿 2	1.69	9.31%	喜剧/家庭/儿童	52	4.5
	美人鱼	15.06	48.80%	喜剧/爱情/奇幻	1	6.9

档期上映影片	影片档期票房 (亿元)	占档期票房 比例	影片类型	当年总票房榜排名	豆瓣评分
澳门风云 3	7.03	22.78%	喜剧/动作	8	4
西游记之三打白骨精	6.70	21.70%	喜剧/动作/奇幻	5	5.7
功夫熊猫 3	1.50	4.87%	喜剧/动作/冒险/动画	10	9
年兽大作战	0.32	1.03%	动画/奇幻/喜剧	130	8.5
西游伏妖篇	11.80	34.40%	喜剧/动作/奇幻	6	5.5
功夫瑜伽	8.92	26.01%	喜剧/动作/冒险	5	5
2017 大闹天竺	5.86	17.07%	剧情/武侠/奇幻	18	3.7
乘风破浪	4.23	12.32%	剧情/喜剧	15	8.8
熊出没·奇幻空间	2.83	8.24%	喜剧/动画/冒险	33	9.1
唐人街探案 2	19.10	33.10%	喜剧/动作/悬疑	2	6.7
捉妖记 2	17.18	29.76%	剧情/武侠/奇幻	6	5
2018 红海行动	12.06	20.89%	剧情/动作	1	8.3
西游记女儿国	4.38	7.59%	喜剧/爱情/动作/魔幻	22	7.8
熊出没·变形记	3.69	6.39%	喜剧/动画/冒险	29	8.7

资料来源：淘票票专业版，中信证券研究部

渠道端：在渠道下沉、观影成为新年俗的背景下，春节档票房仍具有实现增长的潜力。在片方、票务平台与院线的联合推动下，近年电影行业渠道逐步下沉。而春节返乡潮进一步带动了低线地区的观影消费，使得春节观影成为新年俗，用户习惯已经养成。2018 年，我国银幕数增长 18%，考虑到春节档已经成为我国四大档期中唯一以低线城市为主要票仓的档期，三线及以下城市票房占比达 55%。随着低线城市消费能力的进一步释放，我们认为春节档票房仍具有一定增长的潜力。

图 5：主要档期票房地域构成（2018 年）



资料来源：艺恩咨询，中信证券研究部

2019 春节档展望：上市公司深度参与，预计形成主题投资机会

2019 年春节档继续获得了片方的高度关注，是近十年来上映影片数量最多的春节档期，预计将有 14 部影片登陆，2016-2018 三年春节档均只有 6 部影片上映。其中，受到市场期待度较高的影片普遍由上市公司深度参与，有望带来 A 股影视板块主题投资机会。

表 2：2019 春节档片单

影片	上映时间	出品端受益上市与新三板挂牌公司	发行端受益上市与新三板挂牌公司	类型
流浪地球	2019-2-5	中国电影（600977.SH）、北京文化（000802.SZ）、文投控股（600715.SH）、上海电影（601595.SH）	中国电影（600977.SH）、北京文化（000802.SZ）阿里影业（1060.HK）	科幻
疯狂的外星人	2019-2-5	光线传媒（300251.SZ）、欢喜传媒（1003.HK）	光线传媒（300251.SZ）	剧情、喜剧、科幻
猪八戒传说	2019-2-5	爱奇艺（IQ.O）		喜剧、奇幻
新喜剧之王	2019-2-5	中国电影（600977.SH）、猫眼娱乐（H00995）、阿里影业（1060.HK）、金逸影视（002905.SZ）		剧情、喜剧
情圣 2	2019-2-5	新丽传媒（阅文集团（0772.HK））		喜剧、爱情
神探蒲松龄	2019-2-5	爱奇艺（IQ.O）、耳东影业（832595.OC）、文投控股（600715.SH）	爱奇艺（IQ.O）上海电影（601595.SH）	喜剧、爱情、动作、奇幻
廉政风云	2019-2-5	耳东影业（832595.OC）	猫眼娱乐（H00995）阿里影业（1060.HK）	犯罪、悬疑
飞驰人生	2019-2-5	猫眼娱乐（H00995）	猫眼娱乐（H00995）	喜剧、动作、运动
日不落酒店	2019-2-5			喜剧、奇幻
小猪佩奇过大年	2019-2-5	阿里影业（1060.HK）	阿里影业（1060.HK）	喜剧、动画、家庭
忠爱无言 2	2019-2-5			剧情、家庭
熊出没·原始时代	2019-2-5	华强方特（834793.OC）、猫眼娱乐（H00995）、万达电影（002739.SZ）、横店影视（603103.SH）、金逸影视（002905.SZ）	猫眼娱乐（H00995）华强方特（834793.OC）万达电影（002739.SZ）	喜剧、动画、冒险
动物出击	2019-2-5			冒险、科幻、家庭、灾难
猪猪侠·猪年吉祥	2019-2-7			喜剧、动画、冒险

资料来源：淘票票专业版，中信证券研究部

内容端：预售票房《疯狂外星人》、《飞驰人生》领先，科幻片等新类型作品值得期待。 2019 年春节档，喜剧片方面同时有多位具有票房号召力的导演与演员的作品与观众见面，包括宁氏喜剧《疯狂的外星人》、韩寒新作《飞驰人生》、成龙主演动作喜剧《神探蒲松龄》、周星驰指导作品《新喜剧之王》等。在 2018 年多类型片崛起的背景下，2019 年春节档非喜剧片有望延续这一趋势：国产科幻大作《流浪地球》、犯罪悬疑片《廉政风云》首日预售票房已分别达 737.6 万、498.6 万元，已经超过多数春节档喜剧片。

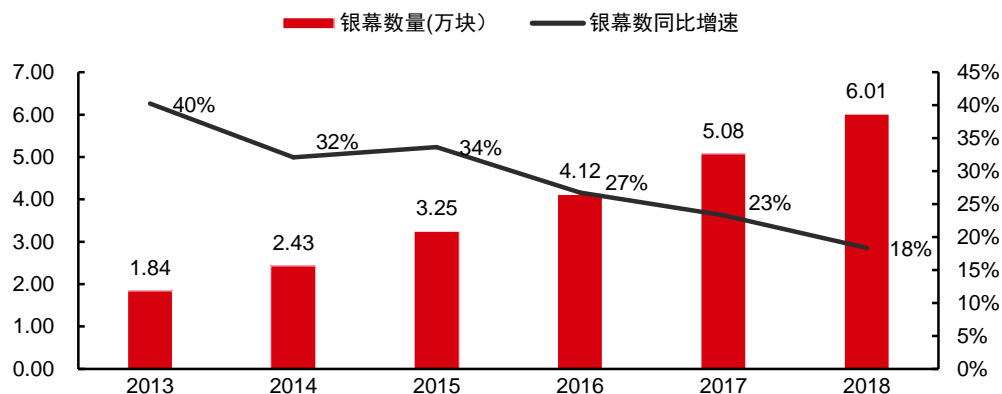
表 3：2019 春节档主要影片预售情况

片名	淘票票想看人数	点映及预售票房 (万元)	首映日预售票房 (万元)	首映日总场次(万)
流浪地球	197899	967.9	737.6	1.6
疯狂的外星人	566669	3015.4	2520.8	4.1
新喜剧之王	274573	2033	1645	4.1
情圣 2	118827	302	280.1	0.87
神探蒲松龄	118556	512.7	479.7	1.5
廉政风云	132382	532.3	498.6	1.7
飞驰人生	490790	2979.5	2433.1	5.2
小猪佩奇过大年	45808	172.1	149	1
熊出没·原始时代	44985	146.8	100.8	7355

资料来源：淘票票专业版 注：影片总票房由中信证券研究部预测

渠道端：银幕数持续增长，在线票务平台持续发力。线下渠道方面，2018 年全国银幕总数达到 60079 块，其中当年新增 9303 块，同比增速达 18%，银幕供给充足。线上渠道方面，截至 2018Q3 电影票务在线化率已经达到 85.5%，票务在线化正在推动宣发在线化。2019 年春节档主要影片中，《流浪地球》、《廉政风云》、《飞驰人生》、《小猪佩奇过大年》、《熊出没·原始时代》等的发行工作均有在线票务平台或其母公司参与。考虑到在线票务平台宣发投入仍在高速扩张（如淘票票即已启动“用户和市场扩增计划”，将投入不少于 10 亿元，并协同手机淘宝、支付宝等电商生态），我们认为 2019 年春节档可能成为在线票务平台提升用户粘性的又一重要时间窗口，平台引导的资金投入可能为 2019 年春节档贡献更多票房增量。

图 6：历年银幕数量



资料来源：国家电影局，中信证券研究部

我们预计银幕数增长、头部影片坐镇有望驱动春节档票房增长约 5-15%，对应 2019 年春节档票房将达 61 至 66 亿元。预计 2019 年全年我国票房将达 646 亿元，同比增速达 7%，春节档票房占比将稳定在 10%左右。

■ 风险因素

宏观经济表现不及预期导致观影支出减少的风险；影片内容质量不及预期导致观影人次不及预期的风险；政策规制的风险。

■ 投资建议

春节档重要性持续提升，众多头部影片选择在春节期间上映将有望驱动票房数据再创新高，我们认为有望驱动主题性投资机会。但纵观 2019 年全年票房走势，我们仍然认为核心看点在于优质内容驱动人均观影次数增长，而国产电影质量提升仍需要政策端、供给端和需求端持续共振，我们维持电影行业“中性”评级。

相关标的方面，建议关注具有标志性意义的国产科幻片《流浪地球》出品与发行方中国电影、北京文化；建议关注票房号召力巨大的宁氏喜剧《疯狂的外星人》出品与发行方光线传媒。建议关注院线行业龙头万达电影；建议关注拥有较强资本实力、在低线地区前瞻布局，形成规模优势的横店影视。

表 4：重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	
万达电影	22.4	0.87	0.98	1.11	26	23	20	增持
光线传媒	9.0	0.82	0.33	0.39	11	27	23	增持
横店影视	23.5	1.00	1.25	1.53	24	19	15	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 1 月 16 日收盘价

■ 相关研究

- 电影行业十问系列之三：站在拐点，如何看待院线公司投资价值？ (2018-01-02)
- 在线电影票务十问一疾风渐息，巨头对垒 (2018-12-26)
- 传媒行业周报 20181217：《促进电影市场繁荣发展意见》印发，持续关注基本面扎实的 (2018-12-17)
- 传媒行业重大事项点评—暑期档继续增长，质量取胜趋势愈加明确 (2018-09-03)
- 2018 年上半年电影行业盘点：国产片占比提升，暑期档值得期待 (2018-07-06)
- 一页图看懂 2018 年春节档电影票房 (2018-02-22)
- 2017 年电影行业盘点—优质内容驱动票房回升，长期市场空间有望打开 (2018-01-02)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities（Thailand）Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：1)根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务；2)本期报告涉及新三板挂牌企业华强方特（代码：834793.OC），按照公司公告信息，华强方特的股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。