

## 业绩低于预期，游戏增速显著放缓

### ——腾讯控股 (0700.HK) 2Q18 业绩点评

海外公司研究动态

#### ◆收入低于预期，移动游戏收入环比下滑 19%

2Q18 公司营收 737 亿元人民币同比增长 30%，低于市场预期 7 个百分点，主要由于手游增速显著放缓，YoY19%，QoQ-19%。Non-GAAP 归母净利润 197 亿元同比增长 20%，基本符合市场预期。Non-GAAP 净利率同比下降 1.3 个百分点至 27.8%，主要由于利润率较高的增值服务收入占比下降以及销售费率增加所致。

#### ◆游戏社交等增值业务同比增 14%，支付、云计算等同比增长 81%

公司增值业务营收 421 亿元，同比增长 14%。其中 1) 网络游戏收入同比增长 6% 至 252 亿元：端游收入 129 亿元，YoY-5%，QoQ-9%，随着用户及游戏时长向手游迁移，端游业务面临较大压力；手游收入 176 亿元，YoY19%，QoQ-19%，主要由于“吃鸡”类手游占用大量用户及时长，但无法完成有效变现。公司计划通过手游出海、加强现有游戏变现和推广高 ARPU 新游的方式强化手游增长。2) 社交网络收入增长 30% 至 169 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长。

其他收入 175 亿元，同比增长 81%，主要受公司的支付相关服务及云服务收入的增长所推动。支付业务日均成交量同比上升 40%，线下支付笔数同比增长 280%。受人民银行提高第三方支付存款准备金率的影响，通过隔夜现金结余获取的利息收入将减少，但该部分收入的占比较小。

#### ◆网络广告收入 141 亿元，同比增长 39%，仍有较大提升空间

公司网络广告业务收入 141 亿元，同比增长 39%。其中，媒体广告收入同比增长 16% 至 47 亿元，主要体现于视频内容升级所带来的视频广告赞助的增加，以及销售旺季带动收入的上升；社交及其他广告收入 94 亿元，同比增长 55%，增长主要来源于时值旺季期间，微信朋友圈广告资源的增多、小程序新增广告资源、移动广告联盟较高的展现量以及 eCPM、以及 QQ 看点新闻信息流的流量增长和商业化的提升。目前社交广告填充率仍有较大增长空间，我们对广告收入的持续快速增长持乐观态度。

#### ◆维持“买入”评级，下调目标价至 443 港元/股

基于本次业绩，游戏收入增速放缓，我们下调公司 18/19/20 年收入至 3,129、3,913、4,824 亿元人民币，同比分别增长 32%、25%、23%；下调 Non-GAAP 净利润分别为 799、1,046、1,351 亿元，同比分别增长 23%、31%、29%；基于分布估值，下调目标价至 443 港元，维持“买入”评级。

#### ◆风险提示：游戏及社交政策监管风险，网络广告业绩持续不达预期

#### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (亿元 RMB)	1,519	2,378	3,129	3,913	4,824
营业收入增长率	47.71%	56.48%	31.62%	25.05%	23.28%
Non-GAAP 净利润(亿元 RMB)	454	651	799	1,046	1,351
Non-GAAP 净利润增长率	40.14%	43.39%	22.76%	30.81%	29.20%
EPS (港元)	4.98	8.63	10.10	12.90	16.63
ROE	26.9%	31.3%	30.2%	31.9%	31.3%
P/E	67	39	33	26	20

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所预测，股价时间为 2018 年 8 月 15 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价：336.0/443.0 港元

目标期限：12 个月

### 分析师

曹天宇 (执业证书编号：S0930517110001)

021-22169105

[caoty@ebsec.com](mailto:caoty@ebsec.com)

秦波 (执业证书编号：S0930514060003)

021-22169323

[qinbo@ebsec.com](mailto:qinbo@ebsec.com)

### 市场数据

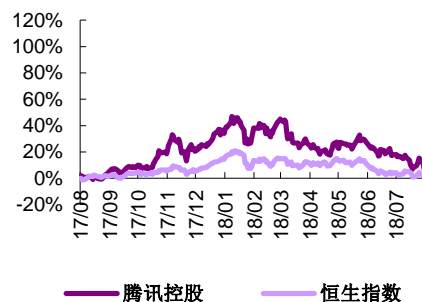
总股本(亿股)：95.04

总市值(亿港元)：31,994.70

一年最低/最高(港元)：314.6-476.6

近 3 月换手率：24.2%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.6	-2.8	5.1
绝对	-11.9	-15.0	5.6

资料来源：Wind

### 相关研报

- 《业绩超预期，广告、支付维持高速增长》.....2018-05-18
- 《游戏业务虽有短期担忧，广告、支付前景依旧广阔》.....2018-03-23
- 《中国最大流量平台，网络广告成下一增长点》.....2017-11-16
- 《1Q17 业绩超预期，继续看好网络广告增速反弹》.....2017-05-18

## 1、业绩概览：收入低于市场预期

2Q18 腾讯实现营收 737 亿元人民币同比增长 30%，低于市场预期 7 个百分点，主要由于网络游戏收入增长显著放缓，以及社交网络出现环比下降所致。归母净利润 179 亿元，同比下降 2%。Non-GAAP 归母净利润 197 亿元同比增长 20%，符合市场预期。

收入结构上，网络游戏占收入比重逐步降低，由 2Q17 的 42% 下降至 2Q18 的 34%；其他业务占收入比由 2Q17 的 17% 上升至 2Q18 的 24%。

具体分业务来看：

**增值服务业务收入**同比增长 14% 至人民币 421 亿元。

-**网络游戏收入**同比增长 6% 至 252 亿元，增长主要源于公司的智能手机游戏（包括《王者荣耀》与《QQ 飞车手游》等游戏）的收入增长，但同比增速明显下降，主要原因是由于热门战术竞技类游戏（俗称“吃鸡”）尚未完成商业化及排期受阻。

-**社交网络收入**增长 30% 人民币 169 亿元，主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长。

**网络广告业务收入**同比增长 39% 至人民币 141 亿元。

-**媒体广告收入**增长 16% 至 47 亿元，主要受益于内容组合升级（例如综艺节目《创造 101》）及广告商赞助活动增加的腾讯视频收入的增长。

-**社交及其他广告收入**增长 55% 至 94 亿元，主要受益于微信朋友圈广告资源增多、小程序新增广告资源、移动广告联盟展现量及 eCPM 的增长以及 QQ 看点新闻信息流的流量增长和商业化的提升。

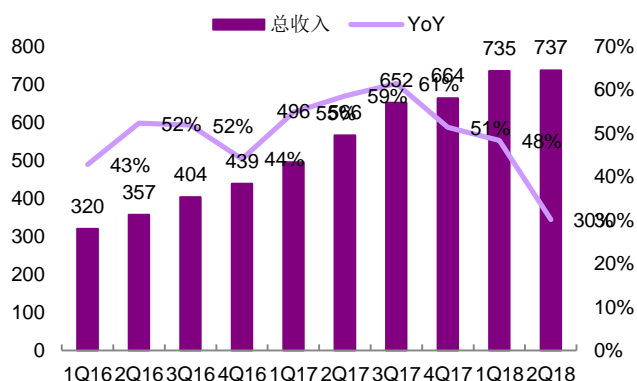
**其他业务收入**同比增长 81% 至 175 亿元，主要受公司的支付相关服务及云服务收入的增长所推动。

表 1：腾讯分布业务概览

分部业务		盈利模式	涉及平台或应用
增值服务	网络游戏	虚拟产品/道具付费 运营方式包括自研、收购、第三方代理等，其中第三方代理需要向开发商分成	各类网络游戏：LOL、DNF、CF、王者荣耀等
	社交网络	数字内容订阅、QQ 会员订阅、虚拟道具销售	QQ、腾讯视频、腾讯音乐、腾讯文学、应用宝等平台
网络广告	媒体广告	Banner、In-feed、Video pre-roll	QQ.Com、腾讯新闻 APP、天天快报、腾讯视频
	社交广告	QQ 空间广告、短视频广告、公众号广告等	QQ 看点、QQ 空间、公众号、朋友圈、QQ 浏览器、应用宝
其他		云计算、支付、提供商标授权、软件开发服务、软件销售及其他	微信支付、财付通、腾讯云等

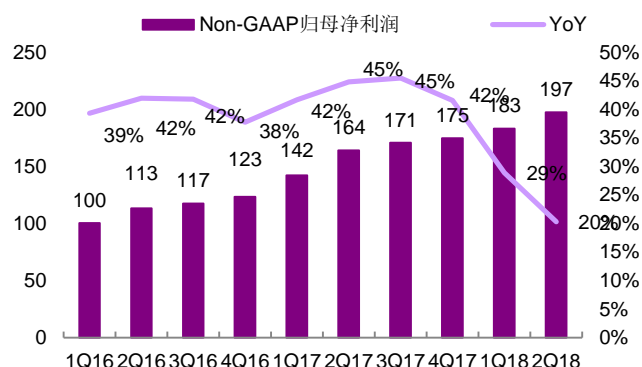
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 1: 1Q16-2Q18 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



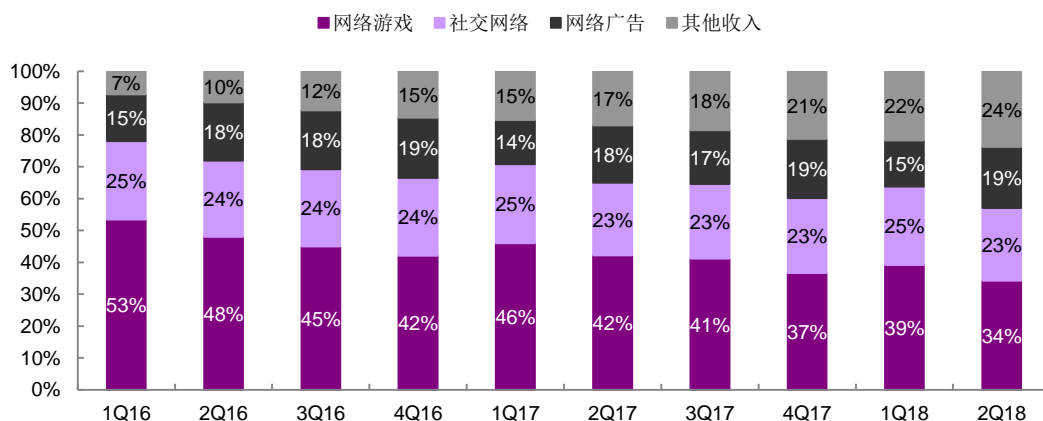
资料来源: 公司公告

图 2: 1Q16-2Q18 Non-GAAP 归母净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



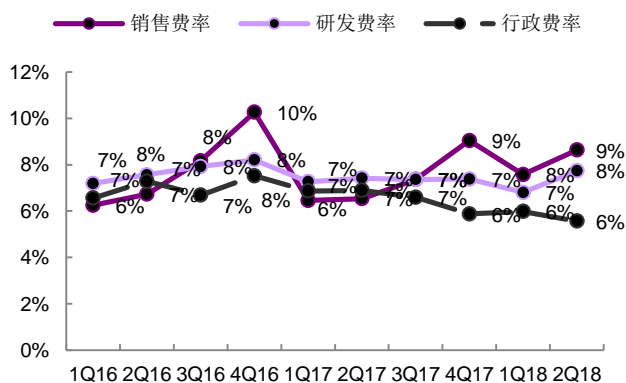
资料来源: 公司公告

图 3: 1Q16-2Q18 收入构成



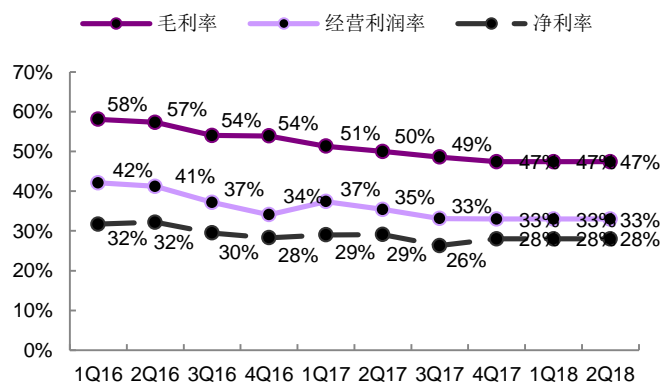
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 4: 1Q16-2Q18 各项经营费率变化



资料来源: 公司公告

图 5: 1Q16-2Q18 毛利率、经营利润率、净利率变化



资料来源: 公司公告 (注: 经营利率、净利率为非通用会计准则)

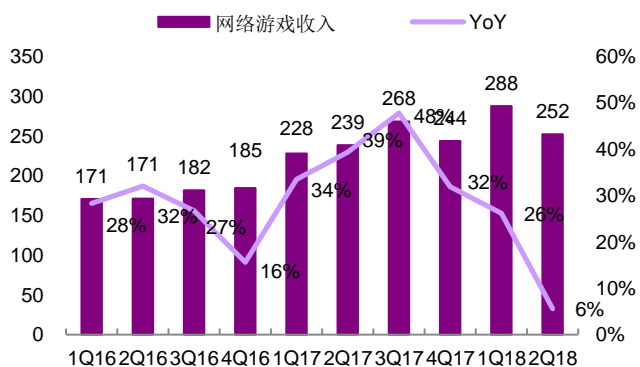
## 2、网络游戏业务同比增长 6%

2Q18 网络游戏收入 252 亿元，同比增长 6%。

- 1) **端游收入 129 亿元，同比下降 5%，环比下降 9%**。活跃用户数因用户向移动端转移而下滑，进而造成同比收入的下降，但核心用户参与度保持稳定。受淡季影响 Q2 收入环比出现下降。具体端游方面，《地下城与勇士》于 6 月举办国服十周年庆祝推广活动，带动付费用户数和 ARPU 值的同比增长；《英雄联盟》受益于季中冠军赛 (MSI) 中国队伍夺冠，DAU 取得环比增长。
- 2) **手游收入 176 亿元，同比增长 19%，环比下降 19%**，正如我们在 1Q18 业绩点评的观点，尽管手游的日活跃用户取得两位数的增长，但由于“吃鸡”类手游迟迟无法完成有效变现，二季度手游收入乏力。具体来看，PUBG 手游的变现通道暂未通过广电总局的审批，因此变现无法进行；加上今年新发布的 7 款新游戏中有 5 款于 5 月中旬发布，二季度仍处于增强用户体验阶段，暂时不将变现作为重点。

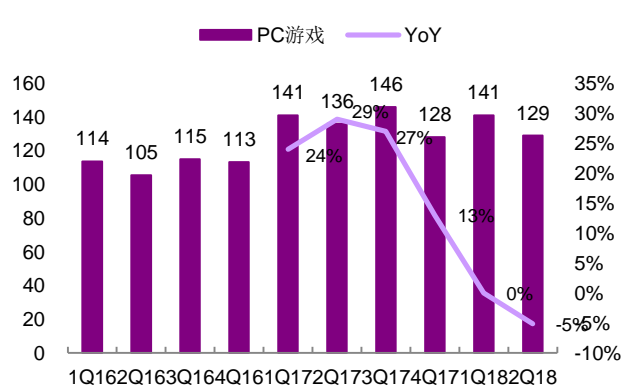
公司将采取三大策略促进手游今后的增长：1) **手游出海**，具体而言《PUBG》手游已经在海外获得超过 1,400 万 DAU 和 2,000 万美元的月流水，《王者荣耀》国际版 DAU 达 1,300 万，月流水超 2 亿美元；2) **进一步推进现有游戏的变现**，《王者荣耀》推出生存模式，“吃鸡类”游戏的变现渠道争取通过相关部门的审核；3) **推广高 ARPU 的新游**，例如《我叫 MT4》和《圣斗士星矢》。我们认为，腾讯游戏用户基础深厚，在“吃鸡类”游戏变现通过审核后，手游收入会有所改善。

图 6：1Q16-2Q18 网络游戏收入（单位：亿元人民币）



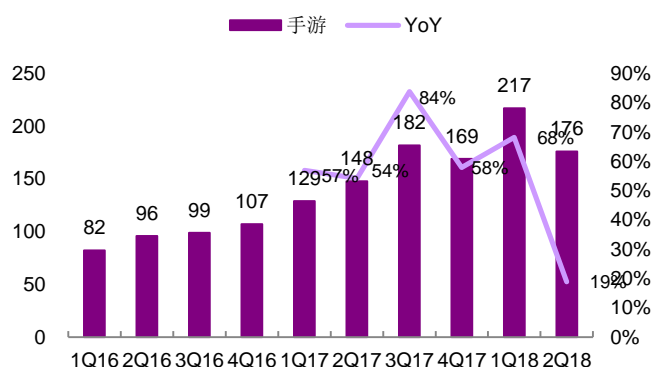
资料来源：公司公告

图 7：1Q16-2Q18 端游收入&增速（单位：亿元人民币）



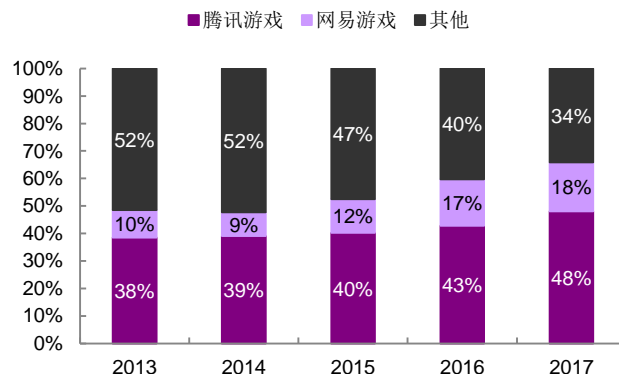
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 8: 1Q16-2Q18 手游收入&增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告 (手游收入包括属于社交网络业务的智能手机游戏收入)

图 9: 腾讯游戏市占率逐步提升

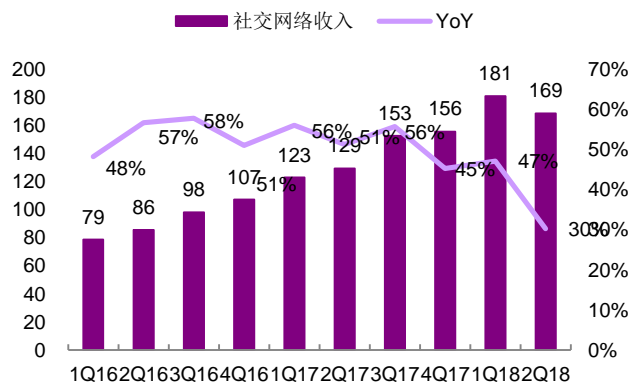


资料来源: GPC&CNG&IDC, 各公司公告, 光大证券研究所整理

### 3、社交网络: 继续保持快速增长

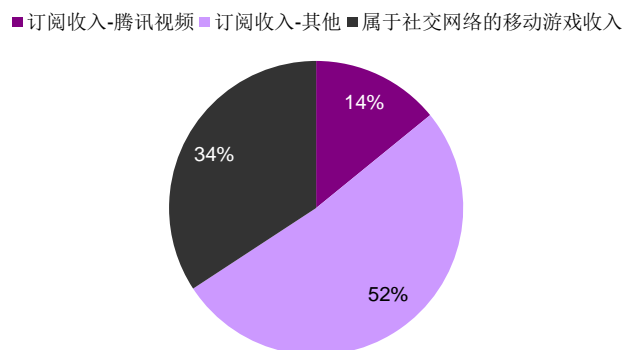
社交网络收入增长 30% 至 169 亿元, 主要由于订购视频流媒体及直播等数字内容服务的收入增长。公司旗下的数字内容提供商主要包括腾讯视频、阅文集团和腾讯音乐。4Q17 社交网络收入 156 亿元, 其中来自腾讯视频的订阅收入为 22 亿元, 其他订阅收入为 80 亿, 属于社交网络的移动游戏收入 53 亿元, 主要包括微信游戏和应用宝的分销收入。

图 10: 1Q16-2Q18 社交网络收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告

图 11: 4Q17 社交网络业务收入构成

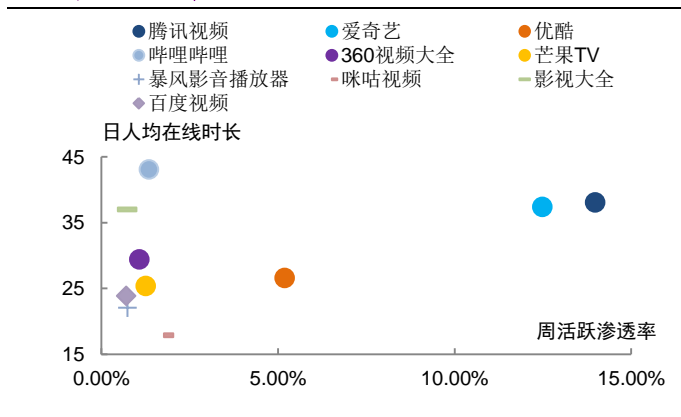


资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

腾讯视频在移动端 MAU 和订阅量方面维持中国业内第一位。腾讯视频订购用户数达 7,400 万, 同比增长 121%, 环比增长 18%, 主要是独家视频内容广受用户欢迎所致, 例如电视剧《扶摇》和综艺节目《创造 101》均在上半年取得各自领域收视率第一的位置, 国语动画流量同比增长逾一倍, 体现出腾讯强大的制作实力。

本季度用户参与度有所提高, 移动端 MAU 以及单位用户使用时长均实现同比快速增长。根据猎豹大数据的统计, 1H18 腾讯视频的周活跃渗透率为 13.98%, 在视频类 APP 中排名第一; 日人均在线时长为 38.1 分钟, 排名第二, 仅次于哔哩哔哩。

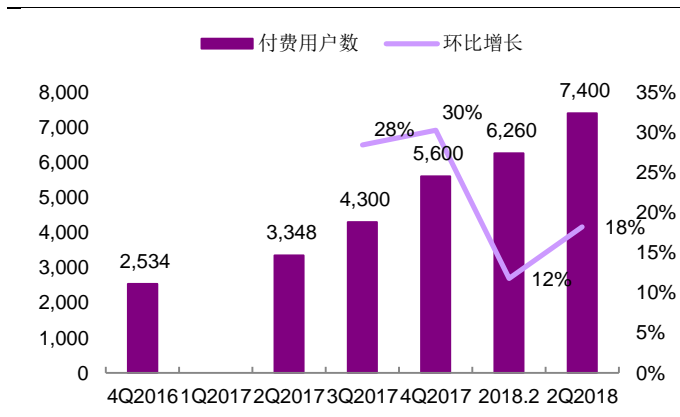
图 12: 前六大视频 APP 周活跃渗透率和日人均在线时长 (单位: 分钟)



资料来源: 猎豹大数据, 光大证券研究所整理

\*注: 周活跃渗透率=app 的周活跃用户数/中国市场总周活跃用户数, 数据区间 2018.6.26-2018.7.1; 日人均在线时长数据取自 2018.6.23 及 2018.6.29 平均值。安卓端数据。

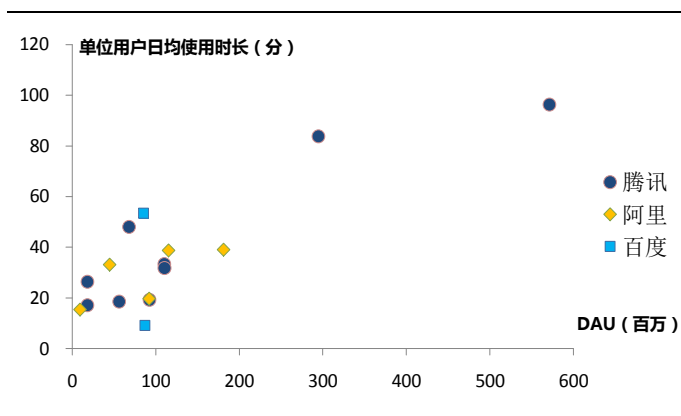
图 13: 腾讯视频付费用户数及增长 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

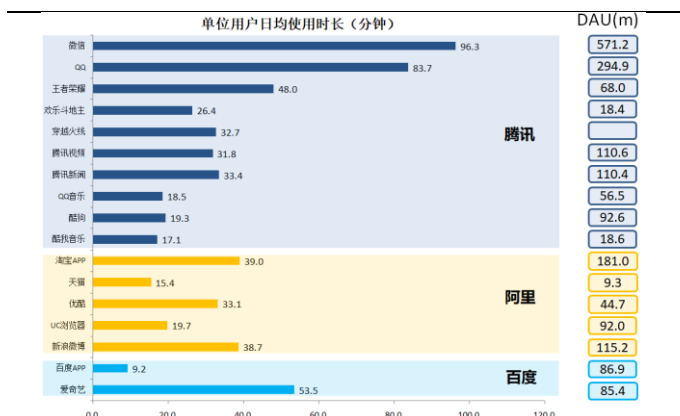
腾讯的流量优势体现在旗下大量 APP 日均活跃用户及使用时间均超过其他同类竞争对手。2Q18 微信及 WeChat 合并月活跃账户达 10.6 亿, 同比增长 9.9%。除微信、QQ 外, 公司其他 APP 均在 DAU 及使用时长两个维度远高于阿里、百度等互联网巨头, 如腾讯视频、腾讯音乐等。我们认为腾讯掌握了中国互联网渠道入口, 通过自有流量及渠道平台可快速地将高质量的用户输送到新的业务板块, 为其在未来互联网新兴领域的扩张及变现, 奠定巨大优势。

图 14: 2017 BAT 主要产品 DAU 和日均使用时长



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

图 15: 2017 BAT 主要产品日均使用时长和 DAU



资料来源: 极光大数据, 光大证券研究所整理 (注: DAU 数据为 2017 年 9 月, 日均使用时长 16 年 11 月-17 年 10 月)

## 4、网络广告业务维持高增长

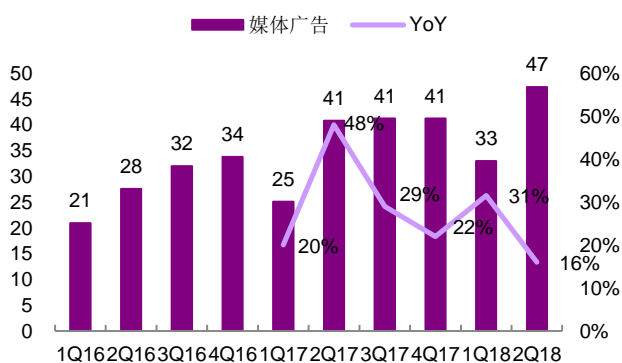
2Q18 网络广告收入 141 亿人民币，同比增长 39%。具体来看：

**媒体广告收入 47 亿元**，同比增长 16%，环比增长 43%，主要体现于视频内容升级所带来的视频广告赞助的增加，以及销售旺季带动收入的上升。二季度《创造 101》的收视表现超出公司的预期，而广告位是在节目开播前预售的，价格相对较低，下一季的广告位价格将会有所提高。因此我们认为，在公司能够持续制作高质量内容的情况下，媒体广告仍有较大的增长空间。二季度新闻广告收入同比有两位数的下降，主要原因是腾讯对于新闻客户端商业化的克制，环比上升则是由于广告系统改造完成后，增加了新闻信息流广告投放所致。

**社交及其他广告收入 94 亿元**，同比增速为 55%，环比增长 27%，增长主要来源于时值旺季期间，微信朋友圈广告资源的增多、小程序新增广告资源、移动广告联盟较高的展现量以及 eCPM、以及 QQ 看点新闻信息流的流量增长和商业化的提升。目前公司社交广告的填充率与国际同行相比仍处于非常低的水平，长期来看社交及其他广告收入会有较大的持续增长空间。

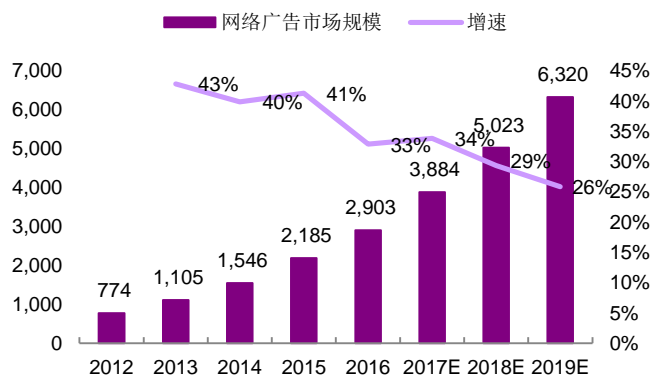
考虑到公司庞大的 MAU 及大数据资源，并参考 Facebook 的发展历程，我们对公司网络广告业务持续高速增长，仍持有乐观态度。

图 16: 1Q16-2Q18 媒体广告收入 (单位: 亿元人民币)



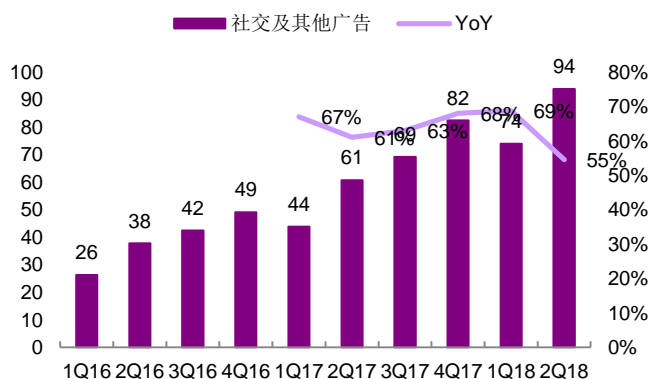
资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 18: 中国网络广告市场规模 (单位: 亿元人民币)



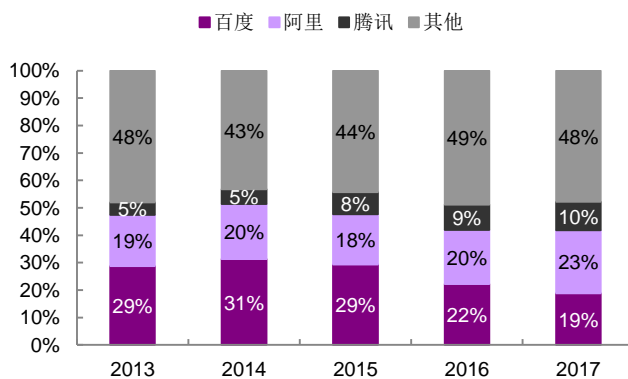
资料来源: 艾瑞咨询, 光大证券研究所整理

图 17: 1Q16-2Q18 社交广告收入 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所整理

图 19: 网络广告市场竞争格局

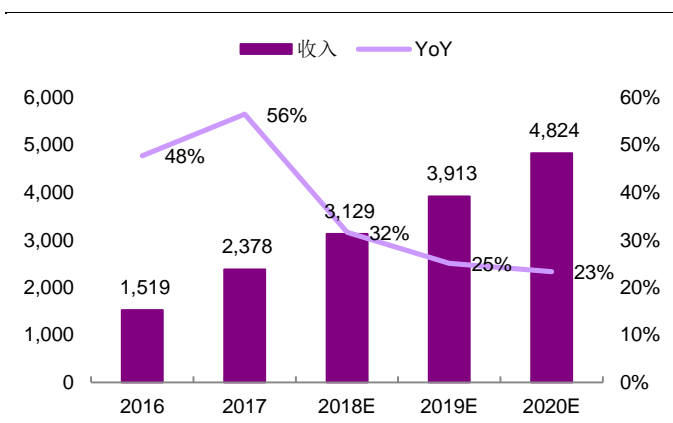


资料来源: 艾瑞咨询, 各公司公告, 光大证券研究所整理

## 5、盈利预测&投资建议

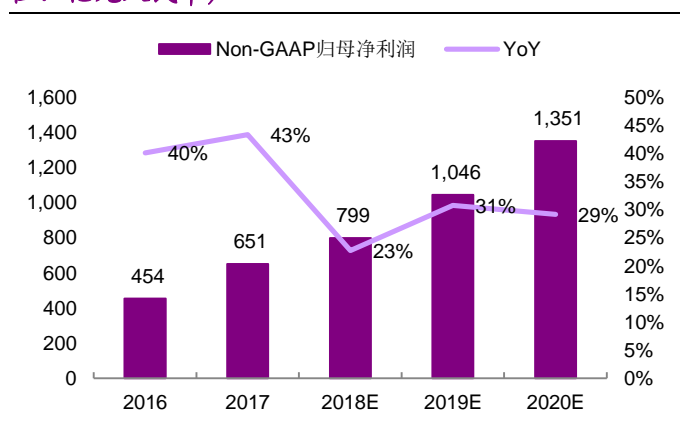
基于本次业绩,游戏收入增速放缓,我们下调公司 18/19/20 年收入至 3,129、3,913、4,824 亿元人民币,同比分别增长 32%、25%、23%;下调 Non-GAAP 归母净利润分别至 799、1,046、1,351 亿元人民币,同比分别增长 23%、31%、29%;EPS 分别为 10.10、12.90、16.63 港元。

图 20: 2016-2020E 收入及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

图 21: 2016-2020E Non-GAAP 归母净利润及增速 (单位: 亿元人民币)



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

我们采用分部估值法 (SOTP), 将公司业务分为网络游戏、社交网络、网络广告、其他收入四个板块, 并考虑到公司投资初创互联网公司并利用流量优势获取投资收益的盈利模式, 已经成为企业价值中不可分割的一部分, 将公司投资的部分市值较为公允的非控股企业价值纳入我们的分部估值中, 下调目标价至 443 港元, 对应 18 年 44x PE, 维持“买入”评级。

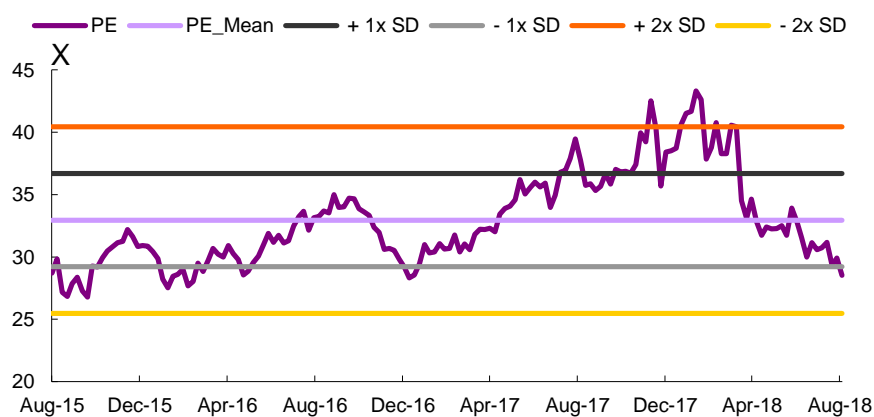
表 2: 腾讯 SOTP 估值

	2018E			相对估值指标	系数	估值 (亿元 RMB)	每股价值 (港元)
	收入 (亿元 RMB)	经营利润 (亿元 RMB)	NOPAT (亿元 RMB)				
网络游戏	1093.1	436.9	360.5	NOPAT	25 x	9,012	108
社交网络	720.0	287.8	237.4	NOPAT	30 x	7,123	85
网络广告	577.8	84.7	69.9	PS	18 x	10,400	124
其他	738.5	25.2	20.8	PS	10 x	7,200	86
<b>核心业务</b>						<b>33,735</b>	<b>403</b>
上市公司股权投资						2,397	29
非上市公司股权投资						933	11
<b>合计</b>						<b>37,066</b>	<b>443</b>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测。注: 上市公司-股权投资=市值×腾讯持股比例, 市值截止 2018-06-30; 非上市公司-股权投资 (仅选取美团+滴滴)=最近一轮融资估值×腾讯持股比例×0.8;



图 22: 公司历史 Forward-PE Band



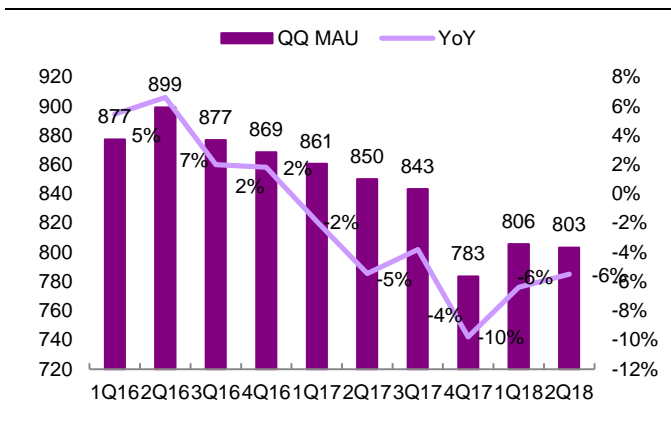
资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

## 6、风险提示

- 1、对游戏及互联网社交的行业监管政策收紧,可能将会对公司游戏业务造成一定不利影响。
- 2、“吃鸡”类游戏变现通道无法通过审核,可能会对手游收入造成不利影响。
- 3、若网络广告业务变现不达预期,可能会对公司业绩及估值造成不利影响。

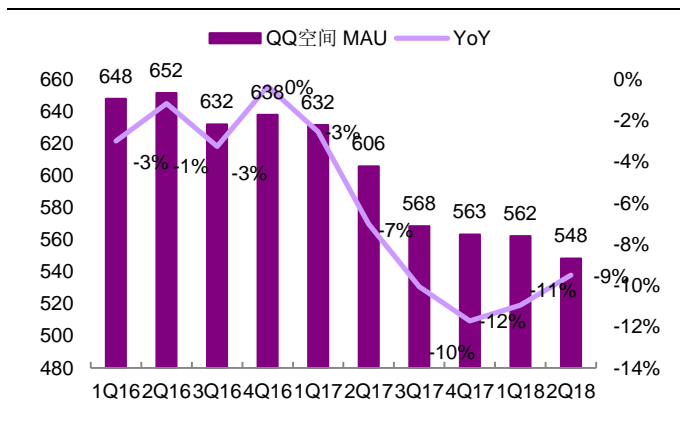
## 7、附录：核心平台数据

图 23：1Q16-2Q18 QQ MAU 及增速 (单位：百万人)



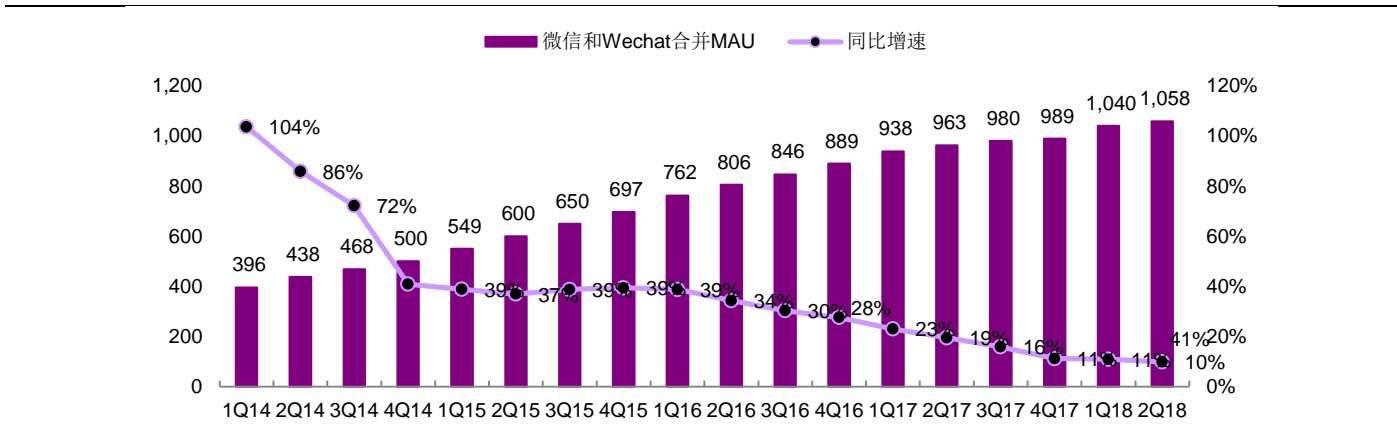
资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 24：1Q16-2Q18 QQ 空间 MAU (单位：百万人)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 25：1Q14-2Q18 微信和 Wechat 合并后 MAU 及增速 (单位：百万人)



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

利润表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>1,519</b>	<b>2,378</b>	<b>3,129</b>	<b>3,913</b>	<b>4,824</b>
营业成本	-674	-1,208	-1,617	-1,977	-2,362
利息收入	26	39	45	55	68
其他收益净额	36	201	184	196	241
销售及市场推广开支	-121	-177	-269	-337	-415
一般及行政开支	-225	-331	-408	-509	-627
<b>经营利润</b>	<b>561</b>	<b>903</b>	<b>1,063</b>	<b>1,341</b>	<b>1,729</b>
财务成本净额	-20	-29	-18	0	0
分占联营公司及合营公司亏损	-25	8	12	0	0
除税前盈利	516	882	1,057	1,341	1,729
所得税开支	-102	-157	-185	-228	-294
<b>期内盈利</b>	<b>414</b>	<b>725</b>	<b>872</b>	<b>1,113</b>	<b>1,435</b>
<b>归母净利润</b>	<b>411</b>	<b>715</b>	<b>845</b>	<b>1,079</b>	<b>1,392</b>

资产负债表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>3,959</b>	<b>5,547</b>	<b>6,379</b>	<b>7,962</b>	<b>9,874</b>
现金、现金等同及短期投资	1,239	1,429	1,653	2,437	3,347
应收账款与票据	102	165	218	272	336
库存	3	3	4	5	6
其他短期资产	149	187	246	308	380
<b>总计流动资产</b>	<b>1,492</b>	<b>1,784</b>	<b>2,121</b>	<b>3,022</b>	<b>4,068</b>
财产、厂房及设备, 净值	237	319	394	458	531
长期投资	918	1,385	1,667	2,127	2,743
其他长期资产	1,312	2,058	2,197	2,355	2,533
<b>总负债</b>	<b>2,097</b>	<b>2,776</b>	<b>3,375</b>	<b>3,990</b>	<b>4,668</b>
应付与应计账款	543	892	1,190	1,460	1,733
短期债务	157	204	246	314	405
其他短期负债	312	421	555	693	855
<b>总计流动负债</b>	<b>1,012</b>	<b>1,517</b>	<b>1,991</b>	<b>2,467</b>	<b>2,993</b>
长期债务	938	1,115	1,226	1,349	1,483
其他长期负债	147	144	158	174	191
<b>总股东权益</b>	<b>1,862</b>	<b>2,771</b>	<b>3,004</b>	<b>3,972</b>	<b>5,206</b>
股本与资本公积	173	222	122	122	122
留存收益	1,385	2,027	2,794	3,762	4,996
其他股东权益	188	312	68	68	68
少数/非控制性权益	116	210	21	21	21

现金流量表 (亿元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>680</b>	<b>1,178</b>	<b>1,326</b>	<b>1,563</b>	<b>1,936</b>
净利润	411	715	845	1,079	1,392
折旧、摊销	127	97	135	158	203
非现金营运资本变动	110	356	319	292	299
非现金项目	32	10	27	33	43
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-734</b>	<b>-1,378</b>	<b>-630</b>	<b>-841</b>	<b>-1,068</b>
固定及无形资产变动	-187	-202	-266	-293	-362
长期投资净变动	-317	-467	-282	-460	-615
收购与剥离净现金	-93	-709	-83	-87	-91
其他	-137	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>314</b>	<b>408</b>	<b>-471</b>	<b>62</b>	<b>42</b>
已付股利	-37	-80	-105	-145	-201
债务(偿付)所得现金	375	224	153	191	226
股权(回购)现金	-17	49	-100	0	0
其他融资活动	-6	215	-419	16	17
<b>净现金流</b>	<b>260</b>	<b>208</b>	<b>224</b>	<b>784</b>	<b>910</b>

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	47.7%	56.5%	31.6%	25.1%	23.3%
净利润增长率	42.4%	74.9%	20.3%	27.6%	28.9%
Non-GAAP 净利润增长率	40.1%	43.4%	22.8%	30.8%	29.2%
EBITDA 增长率	45.3%	43.4%	8.0%	28.8%	29.9%
EBIT 增长率	37.6%	32.7%	26.0%	30.6%	30.2%
<b>估值指标</b>					
PE	67	38.9	33.3	26.0	20
PB	15	10	9	7	5
EV/EBITDA	59	41	38	30	23
EV/EBIT	74	56	44	34	26
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	55.6%	49.2%	48.3%	49.5%	51.0%
EBITDA 率	41.2%	37.7%	31.0%	31.9%	33.6%
EBIT 率	32.8%	27.9%	26.7%	27.9%	29.4%
税前净利润率	34.0%	37.1%	33.8%	34.3%	35.8%
税后净利润率 (归属母公司)	27.3%	30.5%	27.9%	28.4%	29.7%
ROA	11.8%	15.2%	14.6%	15.5%	16.1%
ROE (归属母公司) (摊薄)	26.9%	31.3%	30.2%	31.9%	31.3%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	1.5	1.2	1.1	1.2	1.4
速动比率	1.32	1.05	0.94	1.10	1.23
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS(人民币元)	4.38	7.60	8.89	11.36	14.64
EPS(港元)	4.98	8.63	10.10	12.90	16.63
每股红利(人民币元)	0.39	0.85	1.10	1.52	2.11

资料来源: 公司公告, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。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

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大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。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。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、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

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, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

## 光大证券股份有限公司

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、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
		金融同业与战略客户	黄怡	010-58452027	13699271001
丁梅			021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
徐又丰			021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
王通			021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安聆娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		