

能量传播 (833482) 2015 年年报点评

# 费用缩减驱动利润大幅增长，内生外延推动收入持续提升

2016 年 4 月 15 日

## 投资要点

- 业绩同比增长 109%，符合市场和我们的预期。**公司 2015 年收入和归母净利润分别实现 3.97 亿元和 5060 万元，同比减少 0.55% 和增长 108.8%，EPS 为 0.77 元。2015 年公司栏目、纪录片、品牌服务和电视剧四项业务的收入分别为 3.64 亿元、1553 万元、556 万元、1148 万元，同比分别+27.1%、+1792.3%、-87.9%和-82.5%，收入占比分别为 91.8%、3.9%、1.4%和 2.9%。受益于新开发栏目的良好收视，电视栏目业务 2015 年毛利率达到 34.1%，同比上升 4.57pct。伴随栏目业务收入占比同比上升 20%至 91.8%，公司整体毛利率由 2014 年的 27.7%增加至 2015 年的 30.8%。
- 收入方面：业务结构调整完成，栏目业务核心地位得到凸显。**2015 年公司营收与上年基本持平，其中栏目收入占比达 9 成，业务核心地位得到巩固。(1) 栏目业务 2015 年收入同比增加 27%，收入占比同比提升 20%，主要原因是公司研发的大型非物质文化遗产类真人秀《传承者》在北京卫视大获成功，首季收视率达到 1.55%，推动栏目收入较大幅度增长；(2) 纪录片业务方面，公司制作的《马可波罗》正式交付播出，实现收入 1553 万元。由于 2014 年纪录片业务收入仅为 82 万元，2015 年纪录片收入同比增长近 18 倍；(3) 公司品牌服务业务主要为外部广告制作，由于 2015 年公司业务重心向真人秀栏目倾斜，品牌服务业务收入整体下滑约 88%；(4) 电视剧业务 2015 年收入同比下滑约 83%，主要原因是公司投资的《哪吒》等剧目目前仍处于制作拍摄阶段，尚未贡献收入。我们预计公司未来将以栏目为业务重心，收入占比将维持在 90%左右，纪录片和广告业务的收入贡献将持续减少。
- 盈利方面：毛利率提升和费用率下降共同驱动公司盈利大幅增长。**2015 年公司毛利率为 30.8%，较 2014 年的 27.7%提升了 3.1pct。其中栏目、纪录片、品牌服务和电视剧四项业务的毛利率分别为 34.1%、1.28%、2.48%和-19.36%。(1) 公司栏目业务受益于《传承者》的良好收视，毛利率 2015 年同比提升 4.57pct，成为营业利润的主要贡献来源；(2) 纪录片市场近两年波动较大，公司前期制作的《马可波罗》被记入存货，2015 年实现销售，但利润水平不及预期；(3) 品牌服务业务因老庙黄金广告本期被记入存货，导致收入确认滞后而影响当期品牌服务毛利水平；(4) 电视剧业务 2015 年处于投入制作期，业绩预计将于未来两年释放。此外，由于 2015 年公司销售费用同比减少 30.9%，销售费用率下降 2.59pct，带动总费用率下降约 2pct。公司营业利润率和净利润率分别为 15.36%和 11.73%，较 2014 年 8.50%和 7.02%分别提升 6.86pct 和 4.71pct。
- 内生增长与外延扩张有望推动营业收入持续增长。**栏目业务方面，公司将以前每年一部的速度持续推出新节目，预计 2016-18 年栏目业务收入 CAGR 将达 25%。公司打造的“鲁豫有约”公众号和“言值”APP 将围绕《鲁豫有约》、《壹周立波秀》、《超级演说家》、《我是演说家》、《我为喜剧狂》和《传承者》六大品牌节目深度参与移动端映播，2016 年或将实现品牌收入的延伸。此外，公司还将强化内容端外延扩张，目前已参投的《哪吒》和《歃血》两个电视剧项目正处于制作期，预计业绩将在 2017-18 年释放。公司 2015 年登陆新三板市场，未来料将凭资金优势积极参与影视基金投资，寻求发现有价值的项目及制作团队，进一步强化影视内容端实力。
- 风险因素。**新栏目开发不及预期、制作成本上升以及人才流失的风险等。
- 盈利预测、估值及投资评级。**我们维持能量传播 2016-17 年 EPS 预测为 0.82/1.02 元，新增 2018 年预测 1.23 元。我们维持 26 元目标价（对应 20.6 亿元目标市值和 2016 年 32XPE）。

| 项目/年度      | 2014   | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 398.7  | 396.5 | 485.1 | 597.8 | 727.8 |
| 增长率 YoY(%) | 46.9   | (0.5) | 22.3  | 23.2  | 21.8  |
| 净利润(百万元)   | 24.2   | 50.6  | 65.3  | 80.7  | 97.5  |
| 增长率 YoY(%) | (35.3) | 108.8 | 29.0  | 23.7  | 20.8  |
| 每股收益(元)    | 0.31   | 0.64  | 0.82  | 1.02  | 1.23  |
| 市盈率 PE(x)  | 40     | 19    | 15    | 12    | 10    |

资料来源：中信数量化投资分析系统注：股价为 2016 年 4 月 15 日收盘价



当前价：12.1 元

目标价：26.0 元

## 中信证券研究部

胡雅丽

电话：021-20262103

邮件：huyl@citics.com

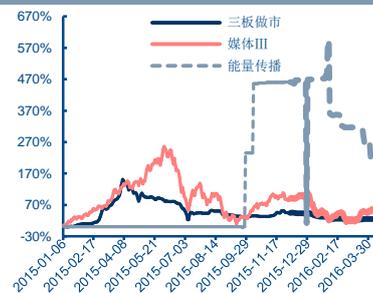
执业证书编号：S1010510120019

联系人：汤彦新

电话：021-20262146

邮件：tangyanxin@citics.com

## 相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

## 主要数据

|              |                |
|--------------|----------------|
| 新三板做市指数      | 1248.91 点      |
| 总股本/流通股本     | 79.3/51.11 百万股 |
| 近 12 月最高/最低价 | 25 元/1.37 元    |
| 近 1 月绝对涨幅    | -19.2%         |
| 近 6 月绝对涨幅    | 0.00%          |
| 今年以来绝对涨幅     | 235.56%        |
| 12 个月日均成交额   | 1.55 百万元       |

## 相关研究

- 能量传播 (833482) 新三板公司投资价值分析报告—深耕品牌电视节目制作，探索移动端二次变现模式(2016-1-28)

表 1: 能量传播收入、毛利率和费用率预测

| 项目             | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016E          | 2017E          | 2018E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>收入(千元)</b>  |                |                |                |                |                |                |                |
| 栏目             | 89,921         | 202,565        | 286,329        | 363,969        | 457,873.00     | 567,762.52     | 692,670.28     |
| 纪录片            | 13,934         | 26,031         | 821            | 15,529         | 17,858.35      | 1,071.50       | 1,232.23       |
| 品牌服务           | 74,064         | 29,384         | 45,909         | 5,559          | 6,281.67       | 6,909.84       | 7,462.62       |
| 电视剧            | 0              | 13,491         | 65,656         | 11,480         | 3,099.60       | 22,007.16      | 26,408.59      |
| <b>合计</b>      | <b>177,919</b> | <b>271,471</b> | <b>398,715</b> | <b>396,537</b> | <b>485,113</b> | <b>597,751</b> | <b>727,774</b> |
| <b>收入增速(%)</b> |                |                |                |                |                |                |                |
| 栏目             | 26.2%          | 125.3%         | 41.4%          | 27.1%          | 25.8%          | 24.0%          | 22.0%          |
| 纪录片            | -42.4%         | 86.8%          | -96.8%         | 1791.5%        | 15.0%          | -94.0%         | 15.0%          |
| 品牌服务           | 191.9%         | -60.3%         | 56.2%          | -87.9%         | 13%            | 10%            | 8%             |
| 电视剧            | -              | -              | 386.7%         | -82.5%         | -73.0%         | 610.0%         | 20.0%          |
| <b>合计</b>      | <b>47.3%</b>   | <b>52.6%</b>   | <b>46.9%</b>   | <b>-0.5%</b>   | <b>22.3%</b>   | <b>23.2%</b>   | <b>21.8%</b>   |
| <b>毛利率(%)</b>  |                |                |                |                |                |                |                |
| 栏目             | 50.79%         | 33.02%         | 29.53%         | 34.10%         | 33.3%          | 33.9%          | 34.0%          |
| 纪录片            | 40.02%         | 44.33%         | 28.99%         | 1.28%          | 29.0%          | 29.0%          | 29.0%          |
| 品牌服务           | 29.32%         | 13.86%         | 18.47%         | 2.48%          | 18.5%          | 18.5%          | 18.5%          |
| 电视剧            | -              | 49.00%         | 25.91%         | -19.36%        | 27.3%          | 28.3%          | 29.2%          |
| <b>合计</b>      | <b>41.0%</b>   | <b>32.8%</b>   | <b>27.7%</b>   | <b>30.8%</b>   | <b>32.9%</b>   | <b>33.5%</b>   | <b>33.7%</b>   |
| <b>费用率</b>     |                |                |                |                |                |                |                |
| 营业税金及附加        | 3.69%          | 1.53%          | 0.69%          | 0.69%          | 0.69%          | 0.69%          | 0.69%          |
| 销售费用           | 6.62%          | 4.78%          | 8.51%          | 5.92%          | 6.12%          | 6.32%          | 6.42%          |
| 管理费用           | 6.97%          | 5.98%          | 5.27%          | 5.95%          | 6.25%          | 6.55%          | 6.75%          |
| <b>总费用率</b>    | <b>17.28%</b>  | <b>12.29%</b>  | <b>14.47%</b>  | <b>12.49%</b>  | <b>13.05%</b>  | <b>13.55%</b>  | <b>13.85%</b>  |

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

表 2: 新三板影视娱乐公司估值表

| 行业    | 公司简称      | 股票代码      | 市值(亿元) | 收盘价(元) | 收入(百万元) |        | 净利润(百万元) |        | PS   |      | PE    |       |
|-------|-----------|-----------|--------|--------|---------|--------|----------|--------|------|------|-------|-------|
|       |           |           |        |        | 2014    | TTM    | 2014     | TTM    | 2014 | TTM  | 2014  | TTM   |
| 电视剧   | 金天地       | 430366.OC | 7.2    | 3.63   | 108.14  | 111.85 | 26.95    | 31.97  | 6.7  | 6.4  | 26.7  | 22.5  |
|       | 艺能传媒      | 833892.OC | N/A    | N/A    | 38.34   | 38.34  | 8.84     | 8.84   | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 新安传媒      | 834371.OC | N/A    | N/A    | 10.95   | 10.95  | 1.86     | 1.86   | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 新媒诚品      | 834522.OC | N/A    | N/A    | 76.20   | 76.20  | 30.35    | 30.35  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 耀客传媒      | 834949.OC | N/A    | N/A    | 208.52  | 260.09 | 35.68    | 26.28  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 上亿传媒      | 834992.OC | 2.1    | 26.88  | 10.73   | 11.87  | 1.48     | 1.38   | 19.3 | 17.4 | 139.5 | 150.1 |
|       | 金色传媒      | 835137.OC | N/A    | N/A    | 42.84   | 102.55 | 8.05     | 23.03  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 天涌影视      | 832133.OC | N/A    | N/A    | 15.54   | 19.81  | 2.11     | 3.50   | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 青雨传媒      | 832698.OC | 14.9   | 14.28  | 186.13  | 213.98 | 40.68    | 68.07  | 8.0  | 6.9  | 36.5  | 21.8  |
|       | 中广影视      | 834641.OC | N/A    | N/A    | 105.18  | 105.18 | 29.08    | 27.44  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 南广影视      | 833604.OC | N/A    | N/A    | 41.57   | 41.57  | 16.56    | 16.56  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 光彩传媒      | 834842.OC | N/A    | N/A    | 67.92   | 67.92  | 10.44    | 10.44  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 顶峰影业      | 832927.OC | N/A    | N/A    | 38.34   | 72.75  | 9.53     | 12.76  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 龙腾影视      | 835003.OC | N/A    | N/A    | 30.75   | 30.75  | 5.30     | 5.30   | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 元一传媒      | 835452.OC | N/A    | N/A    | 26.74   | 39.86  | 6.14     | 10.94  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 非凡传媒      | 835431.OC | N/A    | N/A    | 7.25    | 20.81  | -3.27    | -0.63  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 恒大文化      | 834899.OC | N/A    | N/A    | 135.95  | 135.95 | 877.25   | 877.25 | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
| 华人天地  | 830898.OC | 3.6       | 4.40   | 26.07  | 26.45   | 10.20  | 9.39     | 13.8   | 13.6 | 35.2 | 38.2  |       |
| ST 春秋 | 831051.OC | 0.8       | 3.71   | 70.15  | 64.86   | -29.67 | -31.38   | 1.1    | 1.2  | N/A  | N/A   |       |
| 平均    |           |           | 5.7    |        |         |        |          | 9.8    | 9.1  | 59   | 58    |       |
| 电影    | 基美影业      | 430358.OC | 29.6   | 9.95   | 154.07  | 207.17 | 53.08    | 82.75  | 19.2 | 14.3 | 55.8  | 35.8  |
|       | 中视文化      | 430508.OC | 6.7    | 10.33  | 153.35  | 193.31 | 12.56    | 20.87  | 4.4  | 3.5  | 53.5  | 32.2  |
|       | 影达传媒      | 833206.OC | N/A    | N/A    | 2.62    | 1.94   | -0.99    | -1.43  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 南广影视      | 833604.OC | N/A    | N/A    | 41.57   | 41.57  | 16.56    | 16.56  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |
|       | 时代电影      | 834146.OC | N/A    | N/A    | 12.21   | 12.21  | 1.47     | 1.47   | N/A  | N/A  | N/A   | N/A   |



| 行业          | 公司简称      | 股票代码      | 市值<br>(亿元) | 收盘价<br>(元) | 收入(百万元) |        | 净利润(百万元) |            | PS         |           | PE        |      |
|-------------|-----------|-----------|------------|------------|---------|--------|----------|------------|------------|-----------|-----------|------|
|             |           |           |            |            | 2014    | TTM    | 2014     | TTM        | 2014       | TTM       | 2014      | TTM  |
| 影视          | 光彩传媒      | 834842.OC | N/A        | N/A        | 67.92   | 67.92  | 10.44    | 10.44      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 新片场       | 834630.OC | N/A        | N/A        | 2.21    | 2.21   | -2.51    | -2.51      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 龙腾影视      | 835003.OC | N/A        | N/A        | 30.75   | 30.75  | 5.30     | 5.30       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 元一传媒      | 835452.OC | N/A        | N/A        | 26.74   | 39.86  | 6.14     | 10.94      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 非凡传媒      | 835431.OC | N/A        | N/A        | 7.25    | 20.81  | -3.27    | -0.63      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 恒大文化      | 834899.OC | N/A        | N/A        | 135.95  | 135.95 | 877.25   | 877.25     | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 中瑞影视      | 833261.OC | N/A        | N/A        | 68.59   | 100.30 | -2.21    | 1.49       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 中喜传媒      | 833698.OC | N/A        | N/A        | 17.65   | 17.65  | -0.57    | -0.57      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 嘉华美瑞      | 835251.OC | N/A        | N/A        | 58.79   | 92.30  | 2.34     | 5.53       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 自在传媒      | 834476.OC | N/A        | N/A        | 19.73   | 19.73  | 1.37     | 1.37       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 时代华影      | 832024.OC | N/A        | N/A        | 54.34   | 54.19  | 9.78     | 2.45       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 星光电影      | 834588.OC | N/A        | N/A        | 34.46   | 34.46  | 4.01     | 4.01       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 中钜铖       | 834192.OC | N/A        | N/A        | 126.01  | 126.01 | 3.69     | 3.69       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 新片场       | 834630.OC | N/A        | N/A        | 2.21    | 2.21   | -2.51    | -2.51      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 平均        |           |            | 18.2       |         |        |          |            | 11.8       | 8.9       | 55        | 34   |
| 动漫          | 银都传媒      | 430230.OC | N/A        | N/A        | 31.24   | 37.59  | 0.32     | 0.09       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 盛天彩       | 831721.OC | N/A        | N/A        | 5.29    | 3.27   | -2.01    | -3.00      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 阿法贝       | 832233.OC | N/A        | N/A        | 4.75    | 0.39   | 1.36     | -7.58      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 中南卡通      | 833156.OC | 8.6        | 8.39       | 139.56  | 156.46 | 18.47    | 14.82      | 6.1        | 5.5       | 46.3      | 57.7 |
|             | 崇德动漫      | 833355.OC | N/A        | N/A        | 8.89    | 5.74   | 6.60     | 8.51       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 国是经纬      | 834333.OC | N/A        | N/A        | 3.04    | 3.04   | 1.58     | 1.58       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 东联教育      | 831398.OC | N/A        | N/A        | 3.92    | 4.16   | 0.68     | -1.82      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 每日视界      | 430304.OC | N/A        | N/A        | 16.92   | 14.54  | 0.05     | -0.13      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 皆悦传媒      | 832030.OC | N/A        | N/A        | 4.54    | 11.60  | -0.98    | 0.37       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 民和影视      | 833392.OC | N/A        | N/A        | 0.73    | 1.06   | 1.88     | 0.83       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 鑫时空       | 833438.OC | N/A        | N/A        | 2.62    | 2.62   | 1.29     | 1.29       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 河马动画      | 834559.OC | N/A        | N/A        | 16.03   | 16.03  | -2.50    | -2.50      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 欢乐动漫      | 835622.OC | N/A        | N/A        | 4.15    | 4.15   | -0.27    | -0.27      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 紫荆股份      | 832900.OC | N/A        | N/A        | 11.06   | 17.15  | 0.42     | 2.66       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 小白龙       | 831015.OC | 7.5        | 12.95      | 112.10  | 124.57 | 12.50    | 12.45      | 6.7        | 6.0       | 59.7      | 59.9 |
| 童石网络        | 833377.OC | N/A       | N/A        | 88.55      | 107.35  | 6.40   | 18.40    | N/A        | N/A        | N/A       | N/A       |      |
| ST 娱通       | 834161.OC | N/A       | N/A        | 8.89       | 8.89    | -4.20  | -4.20    | N/A        | N/A        | N/A       | N/A       |      |
| 平均          |           |           | 8.0        |            |         |        |          | 6.4        | 5.7        | 53.0      | 58.8      |      |
| 演艺          | 云南文化      | 831239.OC | 4.8        | 13.04      | 57.99   | 60.97  | 18.45    | 24.51      | 8.3        | 7.9       | 26.2      | 19.7 |
|             | 开心麻花      | 835099.OC | N/A        | N/A        | 150.45  | 233.47 | 39.16    | 56.23      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 百禾传媒      | 834614.OC | N/A        | N/A        | 31.65   | 46.66  | 1.99     | 3.01       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 龙视星       | 833605.OC | N/A        | N/A        | 10.25   | 10.25  | -3.25    | -3.25      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 金海岸       | 834015.OC | N/A        | N/A        | 145.57  | 145.57 | 21.86    | 21.86      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 世博演艺      | 834191.OC | N/A        | N/A        | 5.32    | 5.32   | 0.60     | 0.60       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
| 平均          |           |           | 4.8        |            |         |        |          | 8.3        | 7.9        | 26        | 20        |      |
| 电视节目        | 能量传播      | 833482.OC | N/A        | N/A        | 398.71  | 231.47 | 24.23    | 9.11       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 爱尚传媒      | 834382.OC | N/A        | N/A        | 4.67    | 4.67   | 0.92     | 0.92       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 奋斗传媒      | 833198.OC | N/A        | N/A        | 11.44   | 18.61  | 0.54     | 1.56       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 好样传媒      | 832784.OC | N/A        | N/A        | 10.88   | 13.40  | 2.06     | 1.23       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 新片场       | 834630.OC | N/A        | N/A        | 2.21    | 2.21   | -2.51    | -2.51      | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
| 平均          |           |           | N/A        |            |         |        |          | N/A        | N/A        | N/A       | N/A       |      |
| 艺人经纪        | 触动时代      | 833058.OC | N/A        | N/A        | 5.52    | 7.01   | 0.74     | 0.79       | N/A        | N/A       | N/A       | N/A  |
|             | 平均        |           |            | N/A        |         |        |          | N/A        | N/A        | N/A       | N/A       |      |
| <b>总体平均</b> |           |           | <b>8.6</b> |            |         |        |          | <b>9.4</b> | <b>8.3</b> | <b>53</b> | <b>49</b> |      |

资料来源: Wind、中信证券研究部整理

注: (1) 股价为 2016 年 4 月 15 日收盘价; (2) 市值单位为亿元, 收入和净利润单位为百万元



表 3: A 股布局影视娱乐领域的公司估值分析

| 行业          | 公司简称      | 股票代码      | 市值 (亿元)    | 收盘价 (元) | 净利润(百万元) |         |         | PE         |            |           |           |
|-------------|-----------|-----------|------------|---------|----------|---------|---------|------------|------------|-----------|-----------|
|             |           |           |            |         | 2014     | 2015E   | 2016E   | 2014       | TTM        | 2015E     | 2016E     |
| 电视剧         | 当代东方      | 000673.SZ | 110        | 28.07   | (0.6)    | 146.0   | 265.0   | N/A        | 100        | 76        | 42        |
|             | 长城影视      | 002071.SZ | 75         | 14.33   | 200.5    | 267.0   | 346.0   | 38         | 30         | 28        | 22        |
|             | 完美环球      | 002624.SZ | 179        | 36.69   | 190.2    | 262.1   | 853.2   | 94         | 62         | 68        | 21        |
|             | 华策影视      | 300133.SZ | 282        | 25.86   | 390.1    | 504.7   | 685.2   | 72         | 59         | 56        | 41        |
|             | 华录百纳      | 300291.SZ | 178        | 25.18   | 149.4    | 331.5   | 432.2   | 119        | 67         | 54        | 41        |
|             | 新文化       | 300336.SZ | 166        | 30.81   | 121.3    | 341.6   | 416.6   | 136        | 64         | 48        | 40        |
|             | 唐德影视      | 300426.SZ | 104        | 64.98   | 85.8     | 111.5   | 254.0   | 121        | 93         | 93        | 41        |
|             | 中视传媒      | 600088.SH | 74         | 22.2    | 52.7     | 0.0     | 0.0     | 140        | 135        | N/A       | N/A       |
|             | 引力传媒      | 603598.SH | 65         | 48.99   | 50.2     | 32.1    | 82.5    | 130        | 241        | 204       | 79        |
|             | 歌华有线      | 600037.SH | 209        | 15.04   | 568.7    | 749.0   | 943.6   | 37         | 30         | 28        | 22        |
|             | 视觉中国      | 000681.SZ | 189        | 27.03   | 141.8    | 179.0   | 264.6   | 134        | 117        | 106       | 72        |
|             | 印纪传媒      | 002143.SZ | 329        | 29.7    | 436.1    | 550.0   | 720.0   | 75         | 42         | 60        | 46        |
|             | 凤凰传媒      | 601928.SH | 312        | 12.26   | 1,205.4  | 1,427.5 | 1,694.0 | 26         | 25         | 22        | 18        |
|             | 乐视网       | 300104.SZ | 1091       | 58.8    | 364.0    | 591.8   | 924.6   | 300        | 209        | 184       | 118       |
| 捷成股份        | 300182.SZ | 329       | 19.27      | 262.9   | 512.1    | 1,015.2 | 125     | 61         | 64         | 32        |           |
| 平均          |           |           | 246.2      |         |          |         | 110.5   | 88.9       | 77.9       | 45.4      |           |
| 电影          | 北京文化      | 000802.SZ | 190        | 26.68   | 79.8     | 113.1   | 248.1   | 238        | 896        | 168       | 77        |
|             | 万达院线      | 002739.SZ | 943        | 80.3    | 801.0    | 1,229.7 | 1,868.4 | 118        | 80         | 77        | 50        |
|             | 华谊兄弟      | 300027.SZ | 390        | 28.05   | 896.7    | 1,084.7 | 1,257.0 | 44         | 40         | 36        | 31        |
|             | 光线传媒      | 300251.SZ | 374        | 25.47   | 329.3    | 453.5   | 641.2   | 113        | 93         | 82        | 58        |
|             | 平均        |           |            | 474     |          |         |         | 128        | 277        | 91        | 54        |
| 动漫          | 奥飞娱乐      | 002292.SZ | 507        | 38.72   | 428.0    | 574.8   | 742.5   | 118        | 104        | 88        | 68        |
|             | 美盛文化      | 002699.SZ | 159        | 35.73   | 97.1     | 151.9   | 239.3   | 164        | 122        | 105       | 67        |
|             | 骅威股份      | 002502.SZ | 118        | 27.5    | 34.4     | 141.8   | 362.2   | 344        | 98         | 83        | 33        |
|             | 平均        |           |            | 261     |          |         |         | 209        | 108        | 92        | 56        |
| 演艺          | 宋城演艺      | 300144.SZ | 403        | 27.73   | 361.2    | 652.9   | 950.7   | 112        | 64         | 62        | 42        |
|             | 平均        |           |            | 403     |          |         |         | 112        | 64         | 62        | 42        |
| 电视节目        | 电广传媒      | 000917.SZ | 255        | 17.99   | 332.5    | 638.5   | 979.2   | 77         | 73         | 40        | 26        |
|             | 平均        |           |            | 255     |          |         |         | 77         | 73         | 40        | 26        |
| <b>整体平均</b> |           |           | <b>293</b> |         |          |         |         | <b>125</b> | <b>121</b> | <b>80</b> | <b>47</b> |

资料来源: Wind、中信证券研究部整理 注: (1) 股价为 2016 年 4 月 15 日收盘价; (2) 市值单位为亿元, 收入和净利润单位为百万元; (3) 2015 与 2016 年净利润采用万得一致预期

表 4: A 股上市公司并购一级市场影视娱乐公司的估值分析

| 收购公司             | 被收购资产  | 花费金额 (亿元) | 收购比例 | 收购价格 (亿元) | 承诺净利润(百万元) |       |       |       |        | PE   |      |       |       |       |
|------------------|--------|-----------|------|-----------|------------|-------|-------|-------|--------|------|------|-------|-------|-------|
|                  |        |           |      |           | 2014       | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E  | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 当代东方 (000673.SZ) | 中广国际   | 0.32      | 30%  | 1.08      |            |       |       |       |        |      |      |       |       |       |
|                  | 盟将威    | 11.00     | 100% | 11.00     | 100.0      | 135   | 200.0 |       |        | 11   | 8    | 6     |       |       |
| 长城影视 (002071.SZ) | 东方龙辉   | 3.43      | 60%  | 5.72      |            | 52.0  | 62.4  | 74.9  |        |      | 11   | 9     | 8     |       |
|                  | 诸暨长城影视 | 3.35      | 100% | 3.35      |            |       |       |       |        |      |      |       |       |       |
|                  | 微距广告   | 1.62      | 60%  | 2.70      |            | 27.0  | 32.4  | 38.9  |        |      | 10   | 8     | 7     |       |
| 慈文传媒 (002343.SZ) | 赞成科技   | 11.00     | 100% | 11.00     |            | 80.0  | 110.0 | 130.0 |        |      | 14   | 10    | 8     |       |
| 完美环球 (002624.SZ) | 完美世界   | 120.00    | 100% | 120.00    |            |       | 755.0 | 988.0 | 1198.0 |      |      | 16    | 12    | 10    |
| 华策影视 (300133.SZ) | 克顿传媒   | 16.52     | 100% | 16.52     | 181.9      | 236.9 | 243.0 |       |        | 9    | 7    | 7     |       |       |
| 华录百纳 (300291.SZ) | 蓝色火焰   | 25.00     | 100% | 25.00     | 200.0      | 250.0 | 312.5 |       |        | 13   | 10   | 8     |       |       |
| 新文化 (300336.SZ)  | 郁金香传播  | 12.00     | 100% | 12.00     | 69.2       | 86.0  | 108.1 | 133.2 |        | 17   | 14   | 11    | 9     |       |
|                  | 达可斯广告  | 3.00      | 100% | 3.00      | 23.1       | 27.5  | 33.1  | 39.7  |        | 13   | 11   | 9     | 8     |       |
| 道博股份 (600136.SH) | 苏州双刃剑  | 8.20      | 100% | 8.20      |            | 52.0  | 69.0  | 87.0  | 104.0  |      | 16   | 12    | 9     | 8     |
| 宝诚股份 (600892.SH) | 淘乐网络   | 8.13      | 100% | 8.13      |            | 65.0  | 84.5  | 110.0 |        |      | 13   | 10    | 7     |       |

| 收购公司               | 被收购资产      | 花费金额 (亿元)    | 收购比例 | 收购价格 (亿元) | 承诺净利润(百万元) |       |       |       |           |           | PE       |          |          |
|--------------------|------------|--------------|------|-----------|------------|-------|-------|-------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
|                    |            |              |      |           | 2014       | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E     | 2014      | 2015     | 2016E    | 2017E    |
|                    | 中联传动       | 6.05         | 100% | 6.05      |            | 75.0  | 101.0 | 137.0 |           |           | 8        | 6        | 4        |
| 北京文化 (000802.SZ)   | 世纪伙伴       | 13.50        | 100% | 13.50     | 90.0       | 110.0 | 130.0 | 150.0 |           | 15        | 12       | 10       | 9        |
| 万达院线 (002739.SZ)   | 慕威时尚       | 12.00        | 100% | 12.00     |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
|                    | 重庆世茂等 14 家 | 10.00        | 100% | 10.00     |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
| 华谊兄弟 (300027.SZ)   | 银汉         | 6.72         | 51%  | 13.20     | 143.0      | 185.9 | 185.7 |       | 9         | 7         | 7        |          |          |
| *ST 松辽 (600715.SH) | 江苏耀莱影城     | 23.20        | 100% | 23.20     |            | 145.0 | 220.0 | 310.0 |           | 16        | 11       | 7        |          |
| 长城动漫 (000835.SZ)   | 杭州长城       | 1.40         | 100% | 1.40      |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
|                    | 宏梦卡通       | 0.50         | 100% | 0.50      |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
|                    | 东方国龙       | 0.20         | 100% | 0.20      | 0.3        | 2.6   | 3.4   | 4.4   | 67        | 8         | 6        | 5        |          |
|                    | 新娱兄弟       | 5.00         | 100% | 5.00      | 20.0       | 50.0  | 65.0  | 84.5  | 25        | 10        | 8        | 6        |          |
|                    | 滁州创意园      | 1.85         | 46%  | 4.04      |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
|                    | 天芮经贸       | 0.81         | 100% | 0.81      |            | 9.0   | 11.3  | 14.1  |           | 9         | 7        | 6        |          |
|                    | 宣诚科技       | 0.40         | 100% | 0.40      |            | 5.0   | 6.5   | 8.5   |           | 8         | 6        | 5        |          |
| 东方网络 (002175.SZ)   | 水木动画       | 3.20         | 67%  | 4.80      |            | 40.0  | 44.0  | 52.8  |           | 12        | 11       | 9        |          |
| 万家文化 (600576.SH)   | 翔通动漫       | 12.09        | 100% | 12.09     | 87.0       | 112.7 | 140.3 | 160.5 | 14        | 11        | 9        | 8        |          |
| 奥飞动漫 (002292.SZ)   | 四月星空       | 9.04         | 100% | 9.04      |            |       |       |       |           |           |          |          |          |
| <b>平均</b>          |            | <b>11.36</b> |      |           |            |       |       |       | <b>19</b> | <b>11</b> | <b>9</b> | <b>7</b> | <b>9</b> |

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理

利润表

(百万元)

| 指标名称         | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入         | 399   | 397   | 485   | 598   | 728   |
| 营业成本         | 288   | 274   | 325   | 397   | 483   |
| 毛利率          | 27.7% | 30.8% | 32.9% | 33.5% | 33.7% |
| 营业税金及附加      | 3     | 2     | 2     | 3     | 4     |
| 营业费用         | 34    | 23    | 30    | 38    | 47    |
| 营业费用率        | 8.5%  | 5.9%  | 6.1%  | 6.3%  | 6.4%  |
| 管理费用         | 21    | 24    | 30    | 39    | 49    |
| 管理费用率        | 5.3%  | 5.9%  | 6.2%  | 6.5%  | 6.7%  |
| 财务费用         | 6     | 6     | 8     | 10    | 12    |
| 财务费用率        | 1.5%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  | 1.6%  |
| 其他经营损益       | -13   | -6    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润         | 34    | 61    | 89    | 110   | 133   |
| 营业利润率        | 8.5%  | 15.4% | 18.4% | 18.5% | 18.3% |
| 营业外收入        | 5     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额         | 39    | 63    | 89    | 110   | 133   |
| 所得税          | 11    | 16    | 23    | 28    | 34    |
| 所得税率         | 27.4% | 25.6% | 25.4% | 25.4% | 25.4% |
| 少数股东损益       | 4     | -4    | 1     | 2     | 2     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 24    | 51    | 65    | 81    | 98    |
| 净利率          | 6.1%  | 12.8% | 13.5% | 13.5% | 13.4% |
| 每股收益(元)(摊薄)  | 0.31  | 0.64  | 0.82  | 1.02  | 1.23  |

资产负债表

(百万元)

| 指标名称      | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金      | 88   | 181  | 196   | 213   | 237   |
| 存货        | 91   | 68   | 81    | 99    | 120   |
| 应收账款/票据   | 203  | 299  | 365   | 450   | 548   |
| 其他流动资产    | 64   | 99   | 122   | 150   | 182   |
| 流动资产      | 446  | 648  | 764   | 912   | 1,088 |
| 固定资产      | 1    | 1    | 1     | 1     | 0     |
| 长期股权投资    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期资产    | 5    | 16   | 19    | 23    | 27    |
| 非流动资产     | 7    | 17   | 20    | 24    | 27    |
| 资产总计      | 453  | 665  | 785   | 935   | 1,115 |
| 短期借款      | 99   | 97   | 119   | 147   | 179   |
| 应付账款/票据   | 44   | 76   | 90    | 110   | 134   |
| 其他流动负债    | 91   | 89   | 106   | 128   | 153   |
| 流动负债      | 234  | 261  | 315   | 385   | 466   |
| 长期负债      | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 非流动性负债    | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 负债合计      | 234  | 261  | 315   | 385   | 466   |
| 股本        | 58   | 79   | 79    | 79    | 79    |
| 资本公积和盈余公积 | 21   | 138  | 138   | 138   | 138   |
| 少数股东权益    | 18   | 14   | 16    | 17    | 19    |
| 股东权益合计    | 219  | 404  | 469   | 551   | 649   |
| 负债股东权益总计  | 453  | 665  | 785   | 935   | 1,115 |

现金流量表

(百万元)

| 指标名称         | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|------|------|-------|-------|-------|
| 税前利润         | 39   | 63   | 89    | 110   | 133   |
| 所得税支出        | -11  | -16  | -23   | -28   | -34   |
| 折旧和摊销        | 2    | 2    | 1     | 1     | 2     |
| 营运资金变动       | -109 | -81  | -70   | -90   | -103  |
| 其他           | 16   | 8    | -1    | -2    | -2    |
| 经营现金流        | -64  | -26  | -4    | -8    | -3    |
| 资本支出         | -1   | -5   | -1    | -1    | -1    |
| 投资收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 资产变卖         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他           | 0    | 0    | -3    | -4    | -5    |
| 投资现金流        | -1   | -5   | -4    | -5    | -6    |
| 发行股票         | 0    | 138  | 0     | 0     | 0     |
| 负债变化         | 50   | -2   | 22    | 28    | 32    |
| 股息支出         | -5   | -6   | 0     | 0     | 0     |
| 其他           | 12   | -7   | 1     | 2     | 2     |
| 融资现金流        | 56   | 124  | 23    | 30    | 34    |
| 现金及现金等价物净增加额 | -8   | 93   | 16    | 17    | 25    |

主要财务指标

| 指标名称         | 2014  | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 增长率 (%)      |       |       |       |       |       |
| 营业收入         | 46.9  | -0.5  | 22.3  | 23.2  | 21.8  |
| 营业利润         | -35.8 | 79.6  | 46.7  | 23.5  | 20.6  |
| 净利润          | -35.3 | 108.8 | 29.0  | 23.7  | 20.8  |
| 利润率 (%)      |       |       |       |       |       |
| 毛利率          | 27.7  | 30.8  | 32.9  | 33.5  | 33.7  |
| EBITMargin   | 8.5   | 15.4  | 18.4  | 18.5  | 18.3  |
| EBITDAMargin | 13.5  | 18.5  | 20.0  | 20.2  | 20.1  |
| 净利率          | 7.0   | 11.7  | 13.7  | 13.8  | 13.6  |
| 回报率 (%)      |       |       |       |       |       |
| 净资产收益率       | 11.9  | 16.3  | 14.8  | 15.7  | 16.1  |
| 总资产收益率       | 7.0   | 8.3   | 9.2   | 9.6   | 9.7   |
| 其他 (%)       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率        | 51.7  | 39.3  | 40.2  | 41.1  | 41.8  |
| 所得税率         | 27.4  | 25.6  | 25.4  | 25.4  | 25.4  |
| 股利支付率        | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

资料来源：中信量化投资分析系

## 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。 | 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；        |
|   | 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

**中国：**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。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《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”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 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范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及全国中小企业股份转让系统挂牌企业能量传播（833482），按照公司公告的信息，上述企业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。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析，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均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。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 2016 版权所有。保留一切权利。