

青雨传媒 (832698) 2015 年年报点评

依托优质内容稳健增长， 精品战略助推业绩爆发

2016 年 4 月 20 日

投资要点

- ❖ **业绩同比增长 14%。**公司 2015 年收入和归母净利润分别实现 1.76 亿元和 4643 万元，同比减少 5.34% 和增长 14.12%。2015 年公司的电视剧收入为 1.76 亿元，较上年同比下降 2.39%，占总收入的 100%。盈利能力方面，公司 2015 年电视剧业务的毛利率为 48.28%，同比微升 0.67pct。由于毛利较高的广告业务在 2015 年未产生收入，公司整体毛利率由 2014 年的 49.2% 下降至 2015 年的 48.28%。2015 年公司以总股本 5200 万股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 10 股，摊薄后 EPS 为 0.45 元。
- ❖ **销售费用下降以及营业外收入提升共同推动净利润增长。**2015 年公司收入全部来自电视剧业务。公司投资拍摄的电视剧《代号》取得发行许可证，该剧是公司“谍战三部曲”《潜伏》和《借枪》后的又一力作，成为 2015 年电视剧收入增长的主要来源。另一部由公司联合出品的抗战剧《热血》于 2016 年 3 月才在重庆卫视上星播出，收入确认延后至 2016 年，导致电视剧业务收入同比略有下滑。受益于费用下降和营业外收入提升，公司 2015 年净利润同比增长 14.12%，净利率达到 26.35%，同比上升 4.49pct。由于公司在强情节剧领域具有良好的市场口碑，电视台对公司作品的购买主动性提升，2015 年销售费用同比下降 35.3%。此外，公司 2015 年获取政府补助 941 万元，营业外收入同比增长 240%。我们预计公司 2016 年的毛利率和净利率将保持在 45%~50% 和 25%~30% 的水平。
- ❖ **精品剧战略有望使公司 2016 年迎来业绩爆发。**公司创作实力雄厚，核心团队全员持股合作稳定。其中核心主创姜伟先生是中国电视剧编剧协会副会长，曾编剧导演了《不要和陌生人说话》与《潜伏》等经典作品。依靠雄厚创作实力，公司 2015 年单剧收入为 0.88 亿元，处于行业领先地位。2015 年公司重点投资制作的职场题材电视剧《猎场》开机。本剧由姜伟操刀，胡歌等一线明星主演，名导与大牌演员的阵容使其在未开播之前便获得极高的关注度和人气。该剧目前已签署首播合同，预计单集价格位居行业前茅。此外由同名热门小说改编，王雷指导，佟大为、刘诗诗等明星主演的《如果可以这样爱》也已杀青，预计 2016 年也将收获收视与利润双丰收。加上抗战剧《热血》的尾剧收入，预计 2016 年公司电视剧业务将迎来业绩爆发，营收规模有望翻番。
- ❖ **进军网络剧和电影市场开拓业务增长点。**公司顺应目前网络剧迅猛发展行业态势，凭借自身雄厚的创作实力以及与视频网站长期战略合作关系，共同开发优质的网络剧作品。2016 年公司计划与乐视合作推出针对 80、90 后观众人群的 365 集网络日播剧《真假江湖》。此外，公司还将推出网络剧《我不是外星人》，该片将由束焕、苏彪领衔的编剧团队操刀剧本，以及曾负责《哈利波特》、《加勒比海盗》、《阿凡达》等好莱坞大片视效的彭柯导演制作。预期公司未来还将在网剧大热并形成大量粉丝群体的基础上，推出同名大电影。在丰富公司产品线和收入来源的同时，持续强化青雨传媒在精品制作领域的品牌影响。
- ❖ **风险因素。**影视剧适销性的风险；客户集中度较高的风险；知识产权纠纷的风险；政策监管风险；市场竞争加剧的风险。
- ❖ **投资建议。**青雨传媒作为国内精品电视剧制作领域优质品牌，未来将受益于国内文化娱乐消费需求的持续释放，有望在 2016 年迎来业绩爆发。根据 2015 年年报，青雨传媒满足创新层标准一和标准三。公司当前 14.53 元股价和 15.11 亿元市值对应 2015 年 PE 为 32X，建议积极关注。

项目/年度	2013	2014	2015
营业收入 (百万元)	121.71	186.13	176.18
增长率 YOY%	N/A	52.93	-5.34
净利润 (百万元)	22.84	40.68	46.43
增长率 YOY%	N/A	78.13	14.12
每股收益 (元)	0.47	0.83	0.45
PE (倍)	31	18	32

资料来源：中信量化投资分析系统。注：股价为 2016 年 4 月 19 日收盘价



当前价：14.53 元

中信证券研究部

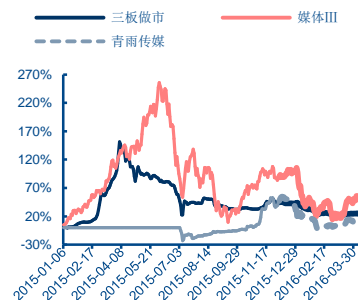
胡雅丽

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：中信量化投资分析系统

主要数据

新三板做市指数	1247.45 点
总股本/流通股	104/49.87 百万股
近 12 月最高/最低价	21.47 元/10.33 元
近 1 月绝对涨幅	-2.44%
近 6 月绝对涨幅	6.06%
今年以来绝对涨幅	2.56%
12 个月日均成交额	1.21 百万元

相关研究

1. 青雨传媒 (832698) 新三板公司研究报告—深耕精品电视剧产业，打造跨屏幕、多品类的综合性内容提供商 (2015-11-13)



表 1：青雨传媒符合新三板创新层标准一和标准三

分层标准	标准细则	青雨传媒情况	符合情况	符合情况
标准一	1 最近两年连续盈利,且平均净利润不少于2000万元	2014年净利润为4068万元,2015年净利润为4643万元,2014-2015两年平均净利润约4356万元	符合	
	2 最近两年平均净资产收益率不低于10%.	2014年扣非ROE为20.87%,2015年ROE为14.05%,2014-2015两年平均扣非ROE约17.46%	符合	符合
	3 最近3个月日均股东人数不少于200人	截止2015年底,股东户数为224户	符合	
标准二	1 最近两年营业收入连续增长,且复合增长率不低于50%.	2014年营业收入为1.86亿元,2015年收入为1.76亿元,复合增长率为20.1%	不符合	
	2 最近两年平均营业收入不低于4000万元	2014-2015两年平均营业收入为1.81亿元	符合	不符合
	3 股本不少于2000万股	截止2015年底,股本为1.04亿股	符合	
标准三	1 最近3个月日均市值不少于6亿元	最近3个月日均市值为15.1亿元	符合	
	2 最近一年年末股东权益不少于5000万元	截止2015年底,股东权益为2.6亿元	符合	符合
	3 做市商家数不少于6家	做市商共13家	符合	

资料来源: Wind, 中信证券研究部

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	金天地	430366.OC	7.0	3.52	108.14	111.85	26.95	31.97	6.5	6.2	25.9	21.8
	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
	上传传媒	834992.OC	2.1	27.36	10.73	11.87	1.48	1.38	19.6	17.8	142.0	152.8
	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	15.1	14.53	186.13	213.98	40.68	68.07	8.1	7.1	37.1	22.2
	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	0.7	3.50	70.15	64.86	-29.67	-31.38	1.0	1.1	N/A	N/A
平均			5.7					9.8	9.1	60	59	
电影	基美影业	430358.OC	28.3	9.50	154.07	207.17	53.08	82.75	18.3	13.6	53.2	34.2
	中视文化	430508.OC	6.5	9.95	153.35	193.31	12.56	20.87	4.2	3.3	51.5	31.0
	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
	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			17.4					11.3	8.5	52	33	
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



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
	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	7.1	12.30	112.10	124.57	12.50	12.45	6.3	5.7	56.7	56.9
	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		7.8						6.2	5.6	51.5	57.3
演艺	云南文化	831239.OC	4.7	12.69	57.99	60.97	18.45	24.51	8.1	7.7	25.5	19.2
	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		4.7						8.1	7.7	26	19
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
总体平均			8.4						9.2	8.2	53	48

资料来源: Wind、中信证券研究部整理

注: (1) 股价为 2016 年 4 月 19 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	118	29.97	(0.6)	146.0	265.0	N/A	106	81	44	44
	长城影视	002071.SZ	79	14.96	200.5	267.0	346.0	39	31	29	23	23
	完美环球	002624.SZ	192	39.43	190.2	262.1	853.2	101	67	73	23	23
	华策影视	300133.SZ	299	27.43	390.1	504.7	678.7	77	63	59	44	44
	华录百纳	300291.SZ	176	24.8	149.4	331.5	432.2	118	62	53	41	41
	新文化	300336.SZ	182	33.89	121.3	341.6	415.2	150	70	53	44	44
	唐德影视	300426.SZ	104	64.98	85.8	111.5	254.0	121	93	93	41	41
	中视传媒	600088.SH	76	22.87	52.7	0.0	0.0	144	139	N/A	N/A	N/A
	引力传媒	603598.SH	75	56.14	50.2	32.1	82.5	149	276	233	91	91
	歌华有线	600037.SH	209	15.04	568.7	749.0	943.6	37	30	28	22	22
	视觉中国	000681.SZ	189	27.03	141.8	179.0	264.6	134	117	106	72	72
	印纪传媒	002143.SZ	329	29.7	436.1	550.0	720.0	75	42	60	46	46
	凤凰传媒	601928.SH	312	12.26	1,205.4	1,427.5	1,694.0	26	25	22	18	18
	乐视网	300104.SZ	1091	58.8	364.0	591.8	924.6	300	209	184	118	118
	捷成股份	300182.SZ	312	18.27	262.9	512.1	1,030.3	119	58	61	30	30
平均			249.5				113.5	92.5	81.2	46.9	46.9	
电影	北京文化	000802.SZ	185	26	79.8	113.1	262.7	232	873	164	71	71
	万达院线	002739.SZ	943	80.3	801.0	1,229.7	1,868.4	118	80	77	50	50
	华谊兄弟	300027.SZ	388	27.85	896.7	1,084.7	1,257.0	43	40	36	31	31
	光线传媒	300251.SZ	374	25.47	329.3	453.5	620.3	113	93	82	60	60
	平均		472					127	271	90	53	53
动漫	奥飞娱乐	002292.SZ	502	38.35	428.0	574.8	744.6	117	103	87	67	67
	美盛文化	002699.SZ	160	35.79	97.1	151.9	239.3	164	123	105	67	67
	骅威股份	002502.SZ	121	28.21	34.4	141.8	362.2	353	101	86	33	33
	平均		261					212	109	93	56	56
演艺	宋城演艺	300144.SZ	417	28.71	361.2	652.9	949.4	115	66	64	44	44
	平均		417					115	66	64	44	44

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
整体平均			295					127	122	82	48

资料来源：Wind、中信证券研究部整理 注：（1）股价为 2016 年 4 月 19 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				
					14	15	16E	17E	18E	14	15	16E	17E	18E
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										
慈文传媒 (002343.SZ)	微距广告	1.62	60%	2.70		27.0	32.4	38.9			10	8	7	
	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
宝诚股份 (600892.SH)	淘乐网络	8.13	100%	8.13		65.0	84.5	110.0			13	10	7	
	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	
	宣城科技	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										
平均		11.36									19	11	9	7

资料来源：Wind、中信证券研究部整理

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：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。

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。

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。