

浙报传媒 (600633)

首次覆盖

大数据、电竞开启战略转型新阶段

——公司首次覆盖报告

陈筱 (分析师) 朱峰 (研究助理)
 021-38675863 021-38674890
 chenxiao@gtjas.com zhufeng016586@gtjas.com
 证书编号 S0880515040003 S0880116040070

本报告导读:

在产业蓬勃发展的宏观背景下,大数据、电子竞技有望在未来成为公司业绩与估值提升的重要驱动力,并推动公司互联网新媒体转型进入新的高度。

投资要点:

- 目标价 18.52 元,首次覆盖“增持”评级。公司将持续享受互联网新媒体成功转型成果,大数据与电竞业务有望在远期推动公司业务升级并创造新业绩与估值空间。预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.50/0.53/0.57 元,给予目标价 18.52 元,首次覆盖给予“增持”评级。
- 行业趋势结合先发优势,大数据有望成为公司长线内生成长支柱之一。互联网产业的深刻发展已造就大数据产业百亿市场空间,公司将通过 19.5 亿定增和自建的形式前瞻布局大数据产业核心的数据中心和数据交易中心环节。本次定增已获证监会发审委通过,后续项目建设和运营将加速进入实施阶段。结合自身在媒体渠道、政府资源等领域先发优势,大数据业务带来的技术红利有望成为浙报未来成长性的重要支撑,并驱动公司“3+1”大传媒格局往更高层次拓展。
- 稀缺电竞全产业链布局标的享受电竞黄金十年业绩、估值双重提升。自今年始,由政府主办电竞赛事快速增长,资本进入电竞产业步伐加速,国内电竞产业将迎来催化不断、盈利性提升的黄金机遇期。作为电竞产业布局最全面的上市公司,公司在上游 NEST 等四大电竞赛事 IP、中游国内前五大游戏直播平台“战旗直播”、下游一线网咖品牌“杰拉网咖”的一条龙业务线布局将不断发挥协同效应、倍增行业高速发展所释放的商业价值。同时,公司电竞业务实力长期未能为市场重视,市场地位亟待重估,亦蕴藏可观估值溢价。
- 风险提示:报业整体下滑,游戏市场竞争加剧,电竞盈利不及预期。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,066	3,458	3,423	3,557	3,768
(+/-)%	30%	13%	-1%	4%	6%
经营利润 (EBIT)	577	510	424	436	496
(+/-)%	15%	-12%	-17%	3%	14%
净利润	517	610	595	626	679
(+/-)%	26%	18%	-3%	5%	8%
每股净收益 (元)	0.44	0.51	0.50	0.53	0.57
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	18.8%	14.8%	12.4%	12.3%	13.2%
净资产收益率 (%)	13.6%	14.4%	13.0%	12.6%	12.5%
投入资本回报率 (%)	23.3%	13.9%	13.3%	13.4%	15.3%
EV/EBITDA	26.0	29.8	34.9	33.1	28.6
市盈率	35.8	30.4	31.2	29.6	27.3
股息率 (%)	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

评级:

增持

目标价格:

18.52

当前价格:

15.60

2016.11.02

交易数据

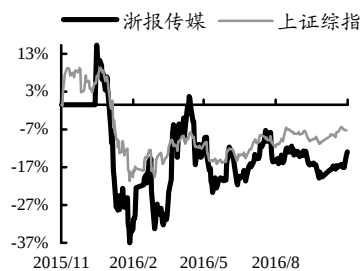
52 周内股价区间 (元)	11.35-21.58
总市值 (百万元)	18,537
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,188/1,188
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	827.96
日均成交值 (百万元)	126.70

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,431
每股净资产	3.73
市净率	4.2
净负债率	6.35%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.12	0.14
Q2	0.12	0.12
Q3	0.10	0.08
Q4	0.18	0.16
全年	0.51	0.50

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	3%	-12%
相对指数	5%	-1%	-6%

模型更新时间: 2016.11.01

股票研究

社会服务

传播文化业

浙报传媒 (600633)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 18.52

当前价格: 15.60

2016.11.01

公司网址

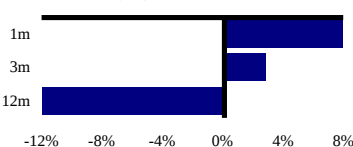
www.600633.cn

公司简介

公司是中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司, 于 2011 年 9 月 29 日在上海证交所借壳白猫股份上市。

公司以投资与经营现代传媒产业为核心业务, 负责运营《浙江日报》、《钱江晚报》、《浙江在线》等超过 35 家媒体和边锋网络平台, 拥有 600 万读者资源和 5000 多万活跃用户, 产业规模居全国同行业前列。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

11.35-21.58

市值 (百万)

18,537

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

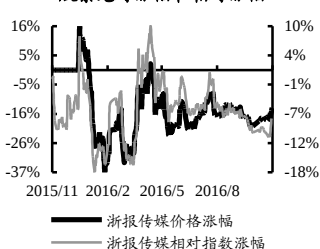
EV/EBITDA

P/S

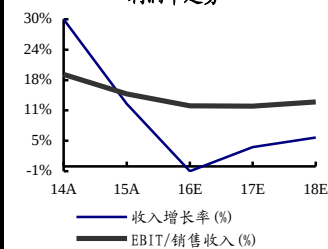
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	3,066	3,458	3,423	3,557	3,768
营业成本	1,633	2,007	2,065	2,144	2,242
税金及附加	55	37	59	54	54
销售费用	384	423	420	439	463
管理费用	417	481	455	484	512
EBIT	577	510	424	436	496
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	75	419	314	345	380
财务费用	14	14	-23	-33	-45
营业利润	613	901	761	814	921
所得税	63	68	58	62	69
少数股东损益	94	272	156	179	222
净利润	517	610	595	626	679
货币资金、交易性金融资产	1,635	1,730	1,330	1,834	2,519
其他流动资产	179	149	0	0	0
长期投资	1,189	1,692	1,692	1,692	1,692
固定资产合计	551	525	433	340	252
无形及其他资产	2,939	3,268	3,240	3,400	3,489
资产合计	7,085	8,019	7,341	7,941	8,682
流动负债	1,301	2,536	1,358	1,389	1,463
非流动负债	1,105	14	1	3	6
股东权益	3,813	4,225	4,582	4,971	5,412
投入资本(IC)	2,250	3,405	2,961	3,026	3,007
NOPLAT	523	474	394	405	461
折旧与摊销	89	98	69	68	64
流动资金增量	-108	32	38	2	21
资本支出	-98	-320	99	-83	-16
自由现金流	407	284	600	392	529
经营现金流	589	447	575	477	557
投资现金流	-363	-223	413	262	364
融资现金流	-110	-114	-1,388	-236	-235
现金流净增加额	115	111	-400	504	685
收入增长率	30.1%	12.8%	-1.0%	3.9%	5.9%
EBIT 增长率	15.0%	-11.6%	-16.9%	2.9%	13.7%
净利润增长率	25.7%	18.0%	-2.6%	5.3%	8.5%
利润率					
毛利率	46.7%	42.0%	39.7%	39.7%	40.5%
EBIT 率	18.8%	14.8%	12.4%	12.3%	13.2%
净利率	16.9%	17.7%	17.4%	17.6%	18.0%
净资产收益率(ROE)	13.6%	14.4%	13.0%	12.6%	12.5%
总资产收益率(ROA)	7.3%	7.6%	8.1%	7.9%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	23.3%	13.9%	13.3%	13.4%	15.3%
存货周转天数	12	10	11	10	10
应收账款周转天数	36	33	34	34	34
总资产周转天数	812	797	819	784	805
净利润现金含量	1.14	0.73	0.97	0.76	0.82
资本支出/收入	3%	9%	-3%	2%	0%
资产负债率	34.0%	31.8%	18.5%	17.5%	16.9%
净负债率	-32.5%	-8.8%	-29.0%	-36.8%	-46.4%
PE	35.8	30.4	31.2	29.6	27.3
PB	4.9	4.4	4.0	3.7	3.4
EV/EBITDA	26.0	29.8	34.9	33.1	28.6
P/S	6.0	5.4	5.4	5.2	4.9
股息率	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%

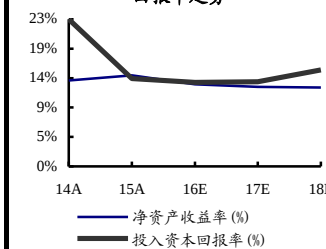
股票绝对涨幅和相对涨幅



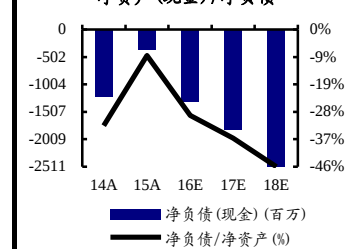
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

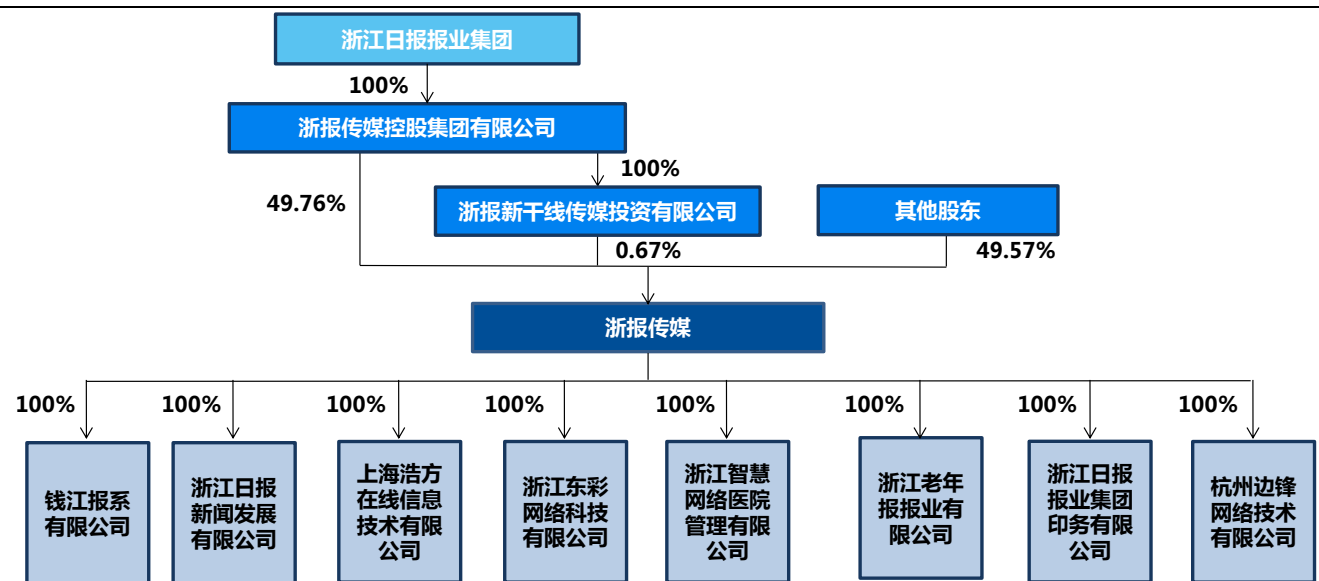
1. 率先完成互联网新娱乐转型的新媒体报业集团	4
1.1. “新闻+服务”的全国性报业上市公司	4
1.2. 新媒体转型早，数字娱乐业务已成盈利支柱	4
1.2.1. 传统报媒业务拥抱互联网显新生	4
1.2.2. 业绩对赌交完美答卷，游戏业务成为盈利发动机	5
1.3. 转型赋予公司良好成长性，“3+1”产业模式转型已获成效	6
2. 全电竞产业链布局龙头，享受行业发展超额红利	6
2.1. 自上、而下齐发力，中国电竞迎黄金发展期	6
2.1.1. 青春经济急先锋，电竞产业内生高速发展势头不减	7
2.1.2. 政策红利释放、行业资本化加速，电竞迎最好外部环境	8
2.2. 电竞全产业链布局，掘金电竞盈利时代	9
2.2.1. 上游：掌握多层次电竞赛事 IP，具备强大流量创造力	9
2.2.2. 中游：掌握稀缺电竞直播流量入口，放大赛事影响力	10
2.2.3. 下游：注资杰拉网咖，卡位电竞线下入口	11
2.3. 享受全产业链布局协同，电竞业务向成熟发展	11
3. 19.5 亿募投大数据项目，卡位互联网产业下一风口	13
3.1. DT 时代将临，大数据产业增长潜力不容小觑	13
3.2. 基于现有优势基础，大数据有望带领公司迈向新台阶	15
3.2.1. 公司具备拓展大数据业务的三大客观优势	15
3.2.2. 19.5 亿定增进军大数据业务，转型 2.0 阶段大幕拉开	15
3.2.3. 推动现有业务优化升级，享受大数据产业蓬勃发展红利	17
4. 盈利预测	18
4.1. 相对估值法	18
4.1.1. 核心假设	18
4.1.2. 盈利预测	18
4.1.3. 可比公司估值	19
4.2. 绝对估值法	20
5. 风险提示	20
5.1. 报业整体下滑拖累公司业绩风险	20
5.2. 游戏行业竞争加剧风险	20
5.3. 电竞业务盈利不达预期风险	21

1. 率先完成互联网新娱乐转型的新媒体报业集团

1.1. “新闻+服务”的全国性报业上市公司

浙报传媒为国内第一家实现媒体经营性资产整体上市的报业集团。自2011年9月29日借壳白猫股份登陆市场以来，公司积极利用资本市场地位推动传统媒体和新兴媒体融合、加速拥抱互联网，打造涵盖新闻传媒平台、数字娱乐平台、智慧服务平台和文化产业投资平台的“3+1”业务布局，已成为国内领先的“新闻+服务”综合传媒集团。

图 1: 浙江日报报业集团持有 50.43% 股权为公司实际控制人



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究。注：数据截止 2016 年三季度

1.2. 新媒体转型早，数字娱乐业务已成盈利支柱

1.2.1. 传统报媒业务拥抱互联网显新生

公司旗下拥有品类丰富、积淀较深的报媒出版业务。浙报已形成涵盖综合报、县市报、专业报的报纸媒体全产品链，报刊产品已达 30 余种。其中，《浙江日报》连续七年入选“亚洲品牌 500 强”。

表 1: 公司拥有品类丰富的报媒产品线

品类	产品
党报	《浙江日报》、《浙江法制报》
都市报	《钱江晚报》
县市报	《乐清日报》、《海宁日报》、《瑞安日报》、《柯桥日报》、《上虞日报》、《诸暨日报》、《东阳日报》、《永康日报》等
专业报	《浙商》、《浙江美术报》、《浙江老年报》等

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

积极转型新媒体业务，“互联网+”给予传统业务新活力。公司亦为全国最早开展新媒体业务的传统报媒公司，目前已拥有“浙江在线”等 PC 端新闻门户、“浙江新闻”等移动 APP、“浙江名医馆”等逾 300

家微信/微博账号的强大新媒体矩阵，新媒体业务体系内活跃用户达5000万。基于传统业务优势、融合互联网特色的新媒体业务正不断贡献业绩增量：如依托《钱江晚报》品牌和数据库衍生的电商业务“钱报有礼”2014年交易额突破1亿元、实现净利润超500万元，成为典范。

图 2：“浙江在线”已成为浙江本地重要新闻门户



数据来源：浙江在线官网

图 3：“钱报有礼”成为公司传统业务互联网化典范



数据来源：钱报有礼官网

1.2.2. 业绩对赌交完美答卷，游戏业务成为盈利发动机

收购边锋、浩方，公司切入数字娱乐领域。2013年4月28日，公司通过定向增发以34.9亿元收购杭州边锋网络技术有限公司（31.8亿）和上海浩方在线信息技术有限公司（3.1亿）各100%股权，打开新娱乐战略转型序幕。

➤ 杭州边锋为国内领先的休闲娱乐互动游戏及平台研运商

边锋拥有丰富的游戏娱乐业务：桌游类产品包括当下国内最火爆的桌游《三国杀》系列（现由边锋管理团队与公司共同持股的杭州游卡运营）；电竞直播平台“战旗直播”位列国内前五；棋牌类业务包括掼蛋、双扣、杭州麻将等；页游业务包含2133游戏平台等。

➤ 上海浩方为全国电竞对战平台和电竞赛事运营龙头公司

公司拳头产品“浩方电竞平台”是国内最早、也是最大的电子竞技平台之一。利用平台集聚的电竞玩家流量和口碑大力拓展电竞赛事运营业务，已成功开展如浩方黄金联赛（HFGL）等自主高端赛事系列。

图 4：杭州游卡旗下经典桌游《三国杀》



数据来源：游卡桌游

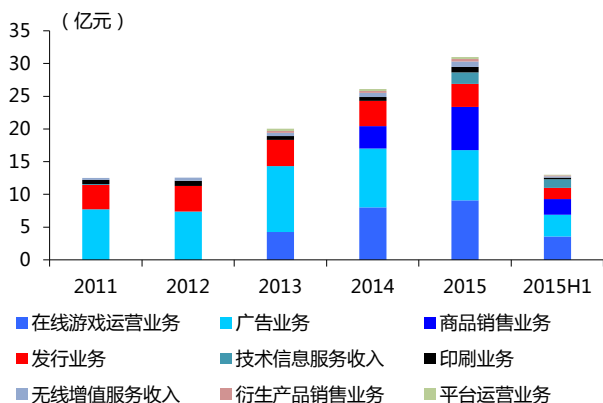
图 5：“浩方电竞平台”为国内老牌电子竞技平台



数据来源：中关村在线

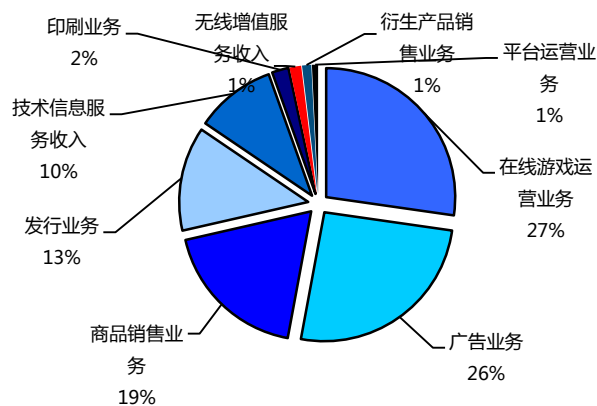
边锋、浩方超额完成业绩承诺答卷，公司转型进入新阶段。边锋、浩方三年累积实现净利润 10.02 亿元（承诺数 9.55 亿元），实现利润 4.02 亿，超额完成利润承诺。2015 年游戏类业务营收占比超 28%、利润贡献达 45%，均超越报媒业务排名第一。公司实质已转型成为新闻资讯与数字娱乐业务并举的综合性传媒公司。

图 6：公司近三年营收结构变化凸显转型成果



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 7：16H1 公司游戏类业务营收占比超过报媒业务

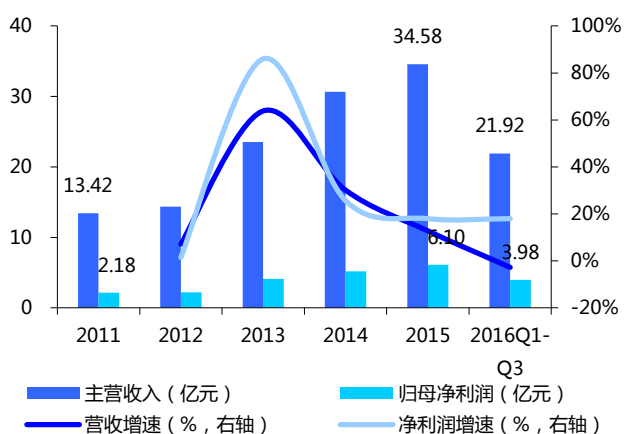


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

1.3. 转型赋予公司良好成长性，“3+1”产业模式转型已获成效

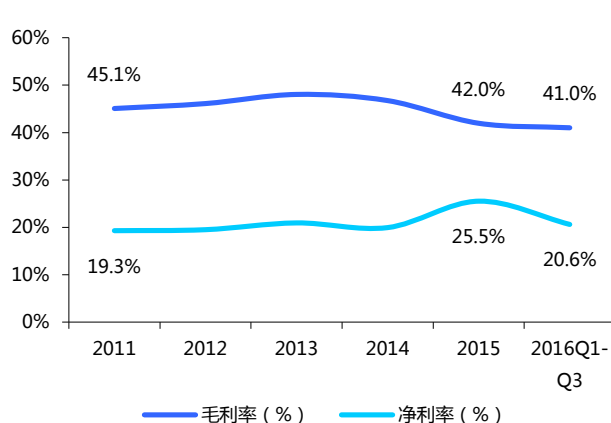
凭借数字娱乐业务的快速增长，公司整体盈利能力在报媒行业整体下滑的大背景下仍较好稳定性：2015 年公司营收同比增长 12.77%，净利润同增 17.98%，较 2011 年增幅分别达到 158% 和 180%；公司毛利率与净利率保持稳定，其中报刊发行业务毛利率在公司良好的成本控制下近三年逆势增长 17.91%。

图 8：转型以来公司营收、净利润规模持续扩张



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 9：公司盈利能力显示出良好稳定性



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

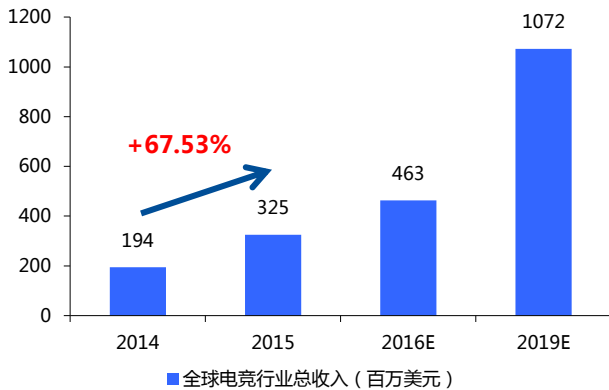
2. 全电竞产业链布局龙头，享受行业发展超额红利

2.1. 自上、而下齐发力，中国电竞迎黄金发展期

2.1.1. 青春经济急先锋，电竞产业内生高速发展势头不减

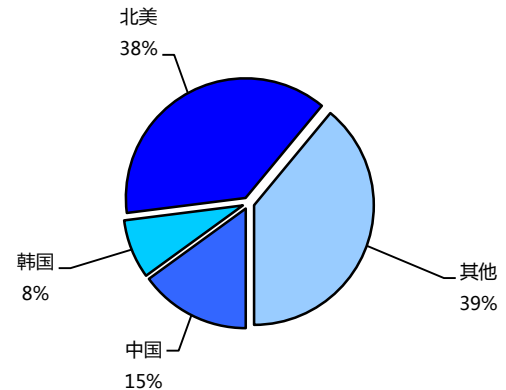
全球电子竞技高速增长势头不减，亚洲电竞市场正迎暖春。2015 年全球电子竞技市场规模已达 3.25 亿美元，同比增幅高达 67.4%。根据 Newzoo 的预计，2014-2019 年全球电子竞技市场复合增长率仍将高达 40.7%，并在 2019 年实现 10.72 亿美元规模。中韩两国电竞产业的高速增长催生亚洲电子竞技热潮：2016 年来自亚洲的电竞赛事观众可望占全球 44%、中国将为全球电竞市场贡献 15% 的份额。

图 10：全球电竞产业爆发式增长势头不减



数据来源：Newzoo，国泰君安证券研究

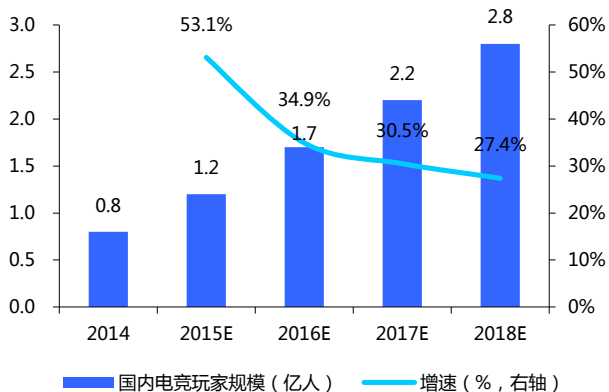
图 11：2016 年中国或将占全球电竞市场份额的 23%



数据来源：Newzoo，国泰君安证券研究

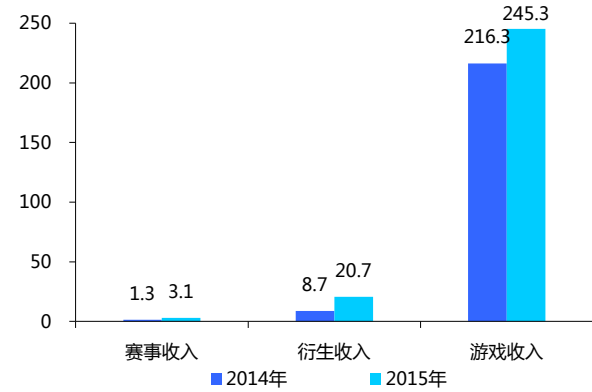
市场规模、玩家基础齐发力，国内电竞产业正处高速增长期。2014 年中国电子竞技整体市场规模已达 226.3 亿元，其中游戏收入贡献绝大多数收入，赛事与衍生收入同比增速均超 140%，呈现翻倍式增长。电竞赛事激增与电竞直播对玩家生活的加速渗透不断增厚国内电竞群众基础：2014 年国内电竞玩家已超 8000 万，并不断刺激赞助商加大电竞领域广告预算的投入，加速国内电竞产业商业化，助力行业高成长延续。

图 12：2016 年电子竞技玩家将突破 1.7 亿大关



数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

图 13：细分电竞赛事、衍生收入呈现翻倍增长

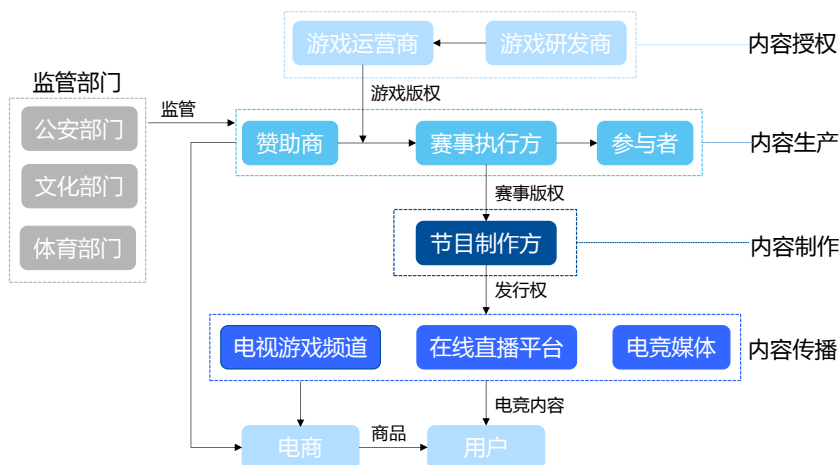


数据来源：艾瑞咨询，国泰君安证券研究

国内已形成环节成熟多样的电竞产业链。具体归为，上游：电竞游戏研运。游戏开发商、代理商获取授权、分成、广告和增值业务收益为主；中游：电竞赛事运营。赛事主办方、媒体、直播平台等参与者围绕电竞赛事实现观看流量的创造与流量变现；下游：周边衍生环节。

通过社交、电商、手办、展会等形式实现具有电竞特色的“粉丝经济”变现。

图 14: 围绕电竞赛事国内已形成较为成熟的产业链



资料来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

2.1.2. 政策红利释放、行业资本化加速, 电竞迎最好外部环境

自上而下由政府推动的电竞赛事正加速增长。近两年由官方电竞赛事正在加速涌现: 根据不完全统计, 2014 年至今由政府主导的电竞赛事激增至 10 项, 打破自 2003 年电竞被列为国家正式开展的第 99 项体育运动(2008 年改为第 78 项体育运动)官方级别赛事仅 NEST 一项的“尴尬”局面。举办电竞赛事带来的旅游收入、地方知名度提升等经济红利被官方加速重视, 推动电子竞技“体育竞技”正面形象的树立。

表 2: 今年由政府主导的电竞赛事一览

赛事	举办方	涉及政府部门	赛事级别
CEC: 中国电子竞技嘉年华	国家体育总局、国旅联合、小葱文化、东方明珠、一九零五互动	国家体育总局	国际级
WCA: 世界电子竞技大赛	银川市政府、宁夏体育总局、银川圣地国际游戏投资有限公司、GTV	宁夏回族自治区政府、银川市政府	国际级
NEST: 全国电子竞技大赛	国家体育总局、浙报传媒、华奥电竞、建发集团	国家体育总局	国家级
CMEG: 全国移动电子竞技大赛	国家体育总局、大唐电信	国家体育总局	国家级
CGL: 中国电子游戏超级联赛	中国文化旅游行业协会	文化部	国家级
DPL: 中国 DOTA2 职业联赛	国家体育总局、上海耀宇文化传媒股份有限公司	国家体育总局	国家级
ZEG: 浙江省电子竞技大赛	浙江省体育局、浙江省体育总会、浙报传媒	浙江省政府	省级
NEA: 北京电子竞技公开赛	北京市体育竞赛管理中心、国家体育场、同方传媒	北京市政府	市级
IET: 义乌国际电子竞技大赛	国家体育总局体育信息中心、浙江省体育局、中国体育报业总社	国家体育总局、浙江省政府	市级
CUEL: 全国高校电子竞技联赛	国家体育总局、北京大誉世纪文化	国家体育总局	校级

数据来源: 各大赛事官网, 国泰君安证券研究

由下而上, 电子竞技正成为资本市场追逐热点并享受资本红利。作为当下行业增速最快的新兴娱乐消费领域之一, 上市公司、风投机构涉足电竞产业呈现加速增长态势: 据不完全统计, 2015 年 7 月至 2016 年 2 月半年间国内电竞产业涉及金额达到过亿级的项目便超过 6 起。大量资本

的加速进入推高从业人员尤其是电竞主播的薪酬，助力行业公司度过初创期、扩大市场份额，并最终带来电竞行业内部资本化和盈利性的提升。

图 15: 国内电竞产业资本化进程加速

2015.07.20	上海耀宇文化传媒 (Mars TV) 完成1亿元B轮融资 投资方: 广州华多网络科技、前海开元资产管理、光大资本体育产业基金
2015.07.23	王思聪成立游戏直播平台---熊猫TV, 注册资本为2000万元
2015.07.23	电竞手游Vainglory的开发公司SEMC获总金额2600万美金的B轮投资 参投方包括Index Ventures财团, Yuri Milner, Jim Breyer等
2015.11.02	龙珠直播平台完成近亿美元融资, 由游久游戏领投, 腾讯跟投
2015.12.17	腾讯收购LOL研发商Roit约7%的股份, 至此完成对Roit的100%控股。
2016.02.25	英雄互娱旗下投资基金完成对游戏视频内容提供商Imba TV的全资收购 华谊兄弟斥资19亿元投资英雄互娱, 占股份总额20%
2016.03.15	斗鱼TV完成新一轮1亿美元融资 腾讯出资4亿元领投, 红杉资本和南山资本等跟投

资料来源: 国泰君安证券研究

2.2. 电竞全产业链布局，掘金电竞盈利时代

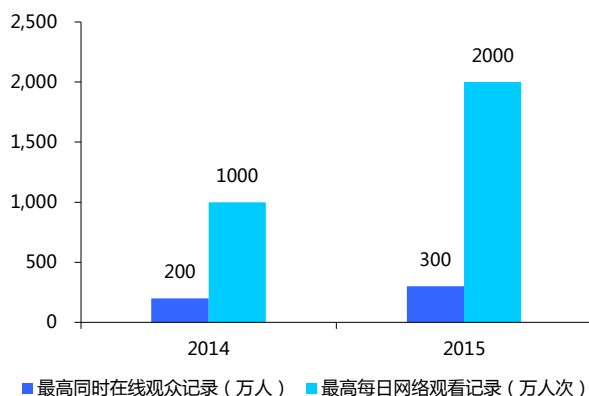
除游戏内容制作环节之外，浙报传媒在上游电竞赛事 IP、中游直播平台、下游线下实体网吧环节均有较强布局。

2.2.1. 上游：掌握多层次电竞赛事 IP，具备强大流量创造力

当前公司自有 NEST、ZEG、ZEUL 三项涵盖国家级、省级和校际电竞赛事 IP: 2013 年 9 月，公司以 5000 万元增资华奥星空并获得其 36% 股权。依托华奥星空国家体育总局官方背景以及多年承办全国电子竞技运动会 (CEG) 的成功经验所打造的: “全国电子竞技大赛 (NEST)” 现已成为国内最重要的大型综合电竞赛之一，2015 年最高日网络观看人次突破 2000 万人/次。延续 NEST 经典模式打造的 “浙江省电子竞技大赛 (ZEG)” 已连续举办三届，在浙江省内具有重要影响力。2016 年公司新推出的赛事品牌 “浙江高校电竞联赛 (ZEUL)”，垂直对接电竞主要受众——在校大学生的需求，公司赛事 IP 品类进一步丰富。

图 16: NEST 已成国内最重要的综合电竞赛之一

图 17: ZEG 赛事已成功举办三届



数据来源：新浪体育，DoNews，国泰君安证券研究



数据来源：中国共青团网

浩方从子公司层面进一步丰富公司赛事 IP 资源。作为国内最大的第三方电竞对战平台研运商，浩方已在十余年成功运用浩方对战平台的过程中积累了大量玩家和电竞产业资源，并以此为优势将电竞赛事运营作为自身转型的重点方向。依托对战平台优势，浩方所打造的“浩方黄金联赛 (HFGL)”已形成业余赛事、校园赛事和职业联赛的丰富体系，比赛项目范围已向移动电竞领域延伸。此外浩方还推出针对青少年群体、融入社交属性的新对战平台，进一步强化自身在线上、玩家对玩家级别电竞比赛主流第三方平台的地位。NEST、ZEG、ZUEL、HFGL 四大涵盖 PC 端和移动端电竞、国家级到校级的电竞赛事为浙报奠定强大的电竞观看流量创造能力。

图 18：电竞赛事运营成为上海浩方业务拓展重心

07月16日 澄海3C1V1夏季杯 竞技类别：澄海3C 报名时间：07-08 ~ 07-15 比赛时间：07-16 ~ 07-25 [报名][对阵]	07月11日 2016年浩方DOTA夏季赛 竞技类别：多项赛事 报名时间：07-01 ~ 07-10 比赛时间：07-11 ~ 07-17 [报名][对阵]	07月18日 MC夏令营-奇葩建筑 竞技类别：多项赛事 报名时间：06-24 ~ 07-15 比赛时间：07-18 ~ 07-31 [报名][对阵]
07月18日 MC夏令营-最强史蒂夫 竞技类别：多项赛事 报名时间：06-24 ~ 07-15 比赛时间：07-18 ~ 07-31 [报名][对阵]	06月25日 澄海3C 3V3全民赛 竞技类别：澄海3C 报名时间：06-16 ~ 06-24 比赛时间：06-25 ~ 07-09 [报名][对阵]	06月18日 浩方首届忍者村大战1V1单挑赛 竞技类别：忍者村 报名时间：06-08 ~ 06-17 比赛时间：06-18 ~ 06-27 [报名][对阵]

数据来源：浩方对战平台官网

图 19：WGL 已向移动电竞领域延伸



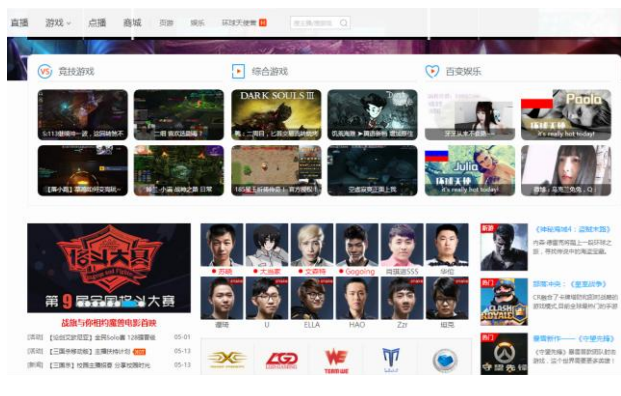
数据来源：浩方黄金联赛官网

2.2.2. 中游：掌握稀缺电竞直播流量入口，放大赛事影响力

公司旗下“战旗直播”是国内排名前三的电竞直播平台。战旗直播于2014年5月上线，为公司旗下边锋网络孵化出的弹幕式游戏直播平台。依托 WCA、Ti5、以及公司体系内 NEST 等大型赛事独家（首播）转播权、三国杀等特色游戏优势，战旗直播观看流量迅速增长：2016 年“110 直播抱紧节”实现全站用户 6 天观看总时超 1.5 亿小时的记录，已成为与斗鱼 TV、虎牙 TV 齐驾并驱的国内三大电竞直播平台。除电竞主播直播业务外，战旗直播还推出《Lying Man》、《战旗行世界》等电竞综艺节目，内容服务向多元化发展。

图 20：战旗直播为边锋网络旗下全资直播业务部门

图 21：战旗直播已成为国内前三大游戏直播平台



数据来源：战旗直播官网



数据来源：游戏风云

2.2.3. 下游：注资杰拉网咖，卡位电竞线下入口

杰拉网咖为全国高端网咖龙头品牌，公司注资补齐线下网吧环节。杰拉前身为浙江省首家民营连锁网吧公司——浙江顶尚。自 2012 年创立杰拉品牌以来，杰拉引入星巴克式休闲概念，强调服务和消费者体验，已成为拥有全国 300 余家门店，有效会员超 400 万的一线网咖品牌。2015 年 6 月 27 日，浙报传媒战略注资杰拉网咖成为其股东，公司电竞业务体系补全线下网吧入口环节。进入浙报体系后，杰拉加速与 IET、WCA 等第三方赛事、战旗直播等直播平台的战略合作，全面开展融合线上线下的电竞业务。已推出特色网吧赛事品牌“杰拉杯”，成立职业电竞战队 Lion，网咖电竞属性和经营盈利性持续提升。

图 22：杰拉网咖为国内高端网咖龙头品牌之一



数据来源：美团网

图 23：杰拉网咖在全国拥有近 300 家连锁店



数据来源：杰拉网咖官网

2.3. 享受全产业链布局协同，电竞业务向成熟发展

依托上游赛事、中游直播平台、下游网咖的电竞资源强大布局，浙报旗下囊括浩方新老电竞平台、NEST、HFGL、ZEG、ZUEL 四大赛事体系、服务玩家、选手、赛事组织、赞助商等四类电竞参与方的电竞赛事系统正加速打造中。

图 24：浙报正加速构建服务四类群体的电竞赛事体系



资料来源：国泰君安证券研究

直播平台放大赛事人气，赛事增强直播平台竞争力。线下电竞赛事由于场地、规模等局限导致其观看流量创造能力不足。而将赛事转播搬上直播平台将极大消除物理隔阂，不但成倍放大同一赛事观看流量，更多的曝光直接提升赛事赞助方广告曝光度进而刺激其投放倾向、增强赛事盈利性。对于直播平台来说，大量高品质的电竞赛事将成为除“主播”之外又一重要流量来源。浙报正积极推行赛事与直播平台间的互动：当前公司旗下 NEST、ZEG 的线上直播均独家导流至战旗直播并仅能接受公司旗下浩方网络电竞赛事运营产品 CGA 平台报名，“赛事直播”已成为战旗应对日益激烈的直播平台竞争的重要差异化打法；而公司自有赛事则依托战旗直播强大的市场地位逐步增强自身影响力。

图 25：浩方对战平台为 ZEG 独家报名入口



数据来源：浩方对战平台官网

图 26：战旗拥有公司 NEST 等赛事独家转播权



数据来源：战旗直播官网

挖掘网咖渠道价值，线下电竞业务拓新花。浙报亦利用其资源优势展开基于杰拉网咖线下店面优势的电竞业务。拥有现成 PC、场地和广泛网点资源的杰拉网咖成为公司自有赛事预选赛、线下赛阶段“性价比”最高的举办地，而杰拉亦享受赛事带来的增量人气和消费：据公司统计，ZEG 2015 大众组赛事覆盖浙江省内 8 个地市，于杰拉旗下 16 家网咖、电竞馆举办，共吸引近 5000 名参赛选手和超 1 万人次观众参与，取得较好成果。

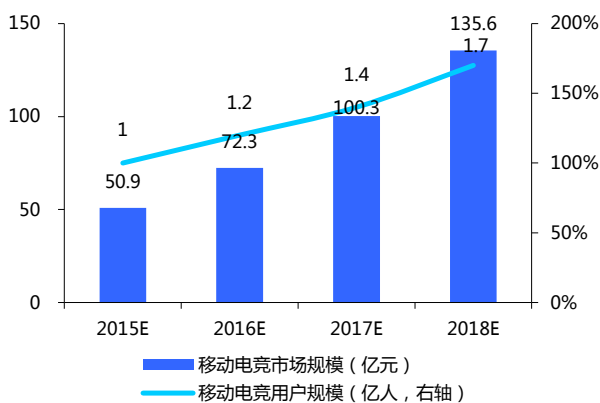
图 27：浙报利用自身资源加速发掘杰拉线下渠道电竞价值



资料来源: WCA 官网

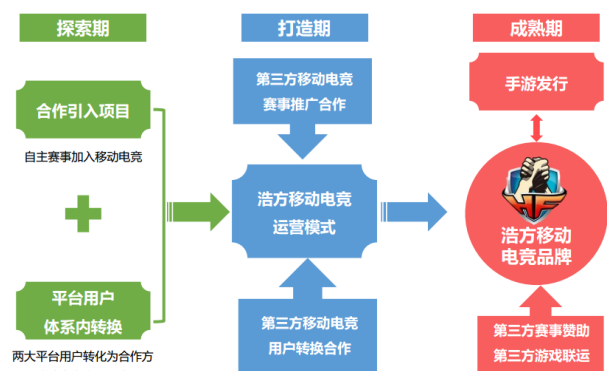
移动电竞纳入业务构架, 试水产业最新热点。电竞玩家的游戏使用场景正向移动端延伸, 移动电竞正快速崛起: 如《皇室战争》、《王者荣耀》、《全民枪战》等移动电竞游戏近年发展迅猛并已涵盖 MOBA、FPS、TCG 等主流电竞游戏类型。在此背景下, 公司已尝试将移动电竞项目纳入自有赛事、浩方对战平台用户转化为合作方游戏产品用户的形式加速推行移动电竞业务; 从远期看公司有望最终打造专属电竞业务“浩方移动电竞品牌”, 获取游戏发行、联运和第三方赞助收益。

图 28: 国内移动电竞规模或于 2018 年起超 130 亿



数据来源: 艾瑞咨询, 国泰君安证券研究

图 29: 公司正围绕浩方平台打造移动电竞业务体系



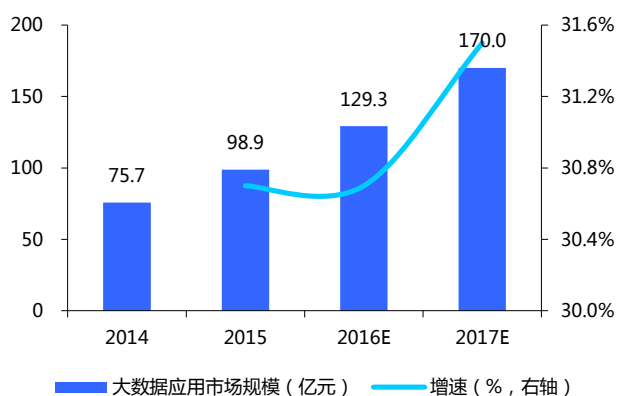
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 19.5 亿募投大数据项目, 卡位互联网产业下一风口

3.1. DT 时代将临, 大数据产业增长潜力不容小觑

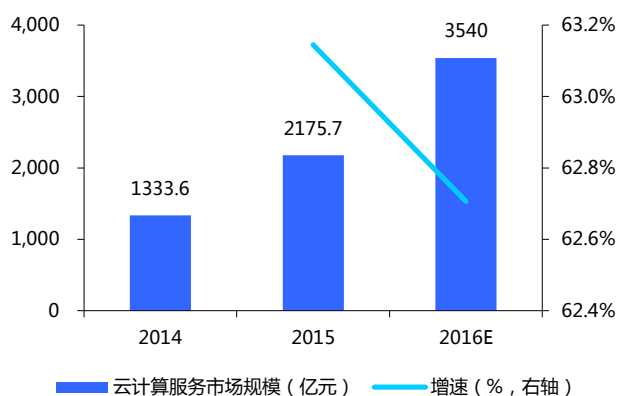
“增速快、涵盖广”, 大数据产业应用前景异常广阔。虽作为近几年才崭露头角的新兴产业, 但当前大数据交易行业已加速渗透至电信、金融、医疗、社保、房地产、交通、物流等社会活动的方方面面, 极有可能成为改变工作和生活的革命性产业。据易观智库、中国软件测评中心等机构估算, 2014 年国内 IDC 市场规模已超过 370 亿人民币, 并有望保持 30% 的年均增速至 2017 年达 900 亿规模; 云计算服务市场规模预计在 2016 年达到 3540 亿的规模, 实现 60% 以上年均增速; 大数据应用市场规模年增长率或将保持在 31% 左右, 预计到 2017 年突破 170 亿。

图 30: 国内大数据市场规模或于 2017 年达 170 亿



数据来源: 易观智库, 国泰君安证券研究

图 31: 云计算服务市场预计保持 60% 年均增速



数据来源: 中国软件测评中心&赛迪网, 国泰君安证券研究

从外部因素看, 国内大数据产业发展正享受来自政策、技术和市场需求三方面的巨大助力:

➤ 相关政策加速出台, 夯实大数据产业发展战略地位

“中国制造 2025”、“互联网+”以及“创新驱动发展”等一系列国家战略均强调数据资源对于推动创新、发展经济社会的重要性。从 2014 年两会《政府工作报告》开始, “大数据”频频出现在政府文件中, 无一不显示政策对于大数据产业的倾向。

图 32: 大量政策出台确立大数据产业战略地位



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

➤ 技术成熟为产业发展提供机遇

随着基础通讯、数据处理、数据分析和数据安全等技术走向成熟, 大数据行业的运用领域不断拓宽, 这包括以 4G 网络为基础的通讯技术应用、分布式文件系统和分布式数据库相关技术的成熟和普及、如 Hive、Storm、Hadoop 等经典计算模式的应用。随着相关技术的进一步成熟, 大数据产业发展将迎来更多应用机遇。

➤ 市场需求下的巨大潜力

作为全球最大的互联网和移动互联网市场，中国拥有庞大的用户市场和数据资源，而大数据在数据处理和用户实时需求分析上的作用十分关键，对于企业做出科学决策有着重要影响。在传统企业向“互联网+”转型中，第三方大数据服务企业因其“按需销售”拥有巨大的市场空间。另外，作为各大战略新兴产业的交叉，随着经济转型，新兴产业战略地位加强，大数据行业必将迎来广阔的发展空间。

3.2. 基于现有优势基础，大数据有望带领公司迈向新台阶

3.2.1. 公司具备拓展大数据业务的三大客观优势

公司享受浙江省区位、政策优势。作为全国信息化建设最发达的地区之一，公司所处的浙江省拥有发展大数据的明显区位优势：一方面，互联网企业、电子商务企业在本地区大量聚集，为大数据业务拓展提供良好氛围和需求基础；另一方面，浙江省高度重视信息化发展、尤其是互联网产业下一风口“大数据产业”的发展，已出台了一系列政策予以支持。

图 33: 浙江省已出台一系列政策支持信息化发展



资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

自身用户资源优势：借助公司旗下数字新媒体、门户网站、视频平台、游戏平台等丰富互联网业务布局，当前公司已建成囊括 6.6 亿注册用户、600 万读者资源以及 5000 万活跃用户的业内最大用户数据库，拥有可观的业务开展所需的底层数据基础。

党媒公信力优势：作为经营官方媒体近六十载，旗下《浙江日报》连续六年入选“亚洲品牌 500 强”的上市传媒集团，公司在浙江省内乃至全国拥有优良口碑，将在未来数据安全和隐私方面起到巨大背书作用。公司国有党报集团控股的背景，亦为浙报提供潜力可观的政府资源和公共关系资源，有利于抢占大数据行业先机。

3.2.2. 19.5 亿定增进军大数据业务，转型 2.0 阶段大幕拉开

公司于 2016 年 7 月 28 日公布修改后的定增预案，拟向不超过 10 名特定投资者募集 19.5 亿元、总投资 21.97 亿元用于互联网数据中心项目建设，公司另自筹资金建设大数据交易中心。建设包含大数据基础服务、数据挖掘与分析服务和数据交易服务在内的领先大数据业务系统，以大数据统领公司“3+1”平台协同发展、构建新主产业平台。

表 3：本次非公开发行募集资金将全部投向大数据业务发展

项目名称	投资总额	募集金额
浙报传媒互联网数据中心项目	219,700	195,000

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

互联网数据中心的建设主要包括配备完善电力、空调、消防和安保系统的数据中心机房，以及配有 2,000 个机柜、24,000 台自有服务器的云计算服务平台；大数据交易中心将围绕交易大厅、服务中心以及 DSP 和 SSP 等周边生态的建设展开。

互联网数据中心将采取直销与代销相结合的销售模式，获取机柜租赁、带宽租赁等基础和增值服务盈利。项目建成后，互联网数据中心将以外包出租的方式为客户的网络设备提供放置、代理维护、系统配置等管理服务，出口带宽的代理租用和其他应用服务。同时利用自有服务器及媒体云计算平台，公司将为客户提供公共云服务和其他基于云计算技术的产品与服务。

大数据交易中心将为数据信息供求双方提供了一个会员制的脱敏数据信息场内交易场所，获取佣金提成、会员费、数据清洗整合等收入。交易大厅为数据买卖双方进行在线交易提供必要的基础操作平台以及硬件环境，并提供后台管理及数据流通服务。服务中心主要提供包括交易主体审核、交易数据审核、数据商品管理等服务，并提供必要的后台监管与服务支撑。大数据交易中心则将为大数据的供给方和需求方搭建一个开放、可信和便捷的交易场所，为解决沉积大数据出口问题提供解决方案。

图 34：大数据交易中心将为数据信息供求双方提供场内交易场所



资料来源：公司公告

两项目具有较强的协同效应，齐力开疆业绩辟土。互联网数据中心可为后续大数据交易中心的交易业务提供优质数据存储服务，为供交易的数据提供大数据应用服务，并增加大数据交易中心的数据供应来源；而另一方面，大数据交易中心为互联网数据中心提供了一个数据出口，为互联网数据中心的用户增加了数据变现的途径，实现互联网数据中心用户的数据资源价值最大化。

表 2: 互联网数据中心和大数据交易中心具有较强业务协同

类别	内容描述	提供方
基础服务	机柜出租 包括主机托管、宽带租用、设备监测、安全系统、远程维护、代理维护服务等	互联网数据中心
	云计算服务 包括分布式存储服务、数据库服务、缓存、负载均衡、云主机等	互联网数据中心
增值服务	大数据服务 包括 ZD-OS、舆情产品、媒体流量联盟服务、用户画像、精准营销、企业数据挖掘、管理层决策等	互联网数据中心
	数据交易中心 包括数据采集、数据处理、数据应用、数据流通等	数据交易中心

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

3.2.3. 推动现有业务优化升级，享受大数据产业蓬勃发展红利

本次非公开发行已于 2016 年 8 月 10 日获证监会发审委通过，后续数据中心和交易中心的建设运营将从大数据高度推动公司“3+1”大传媒格局往更高效的层次发展，享受最新技术红利。

➤ 新闻传媒业务：深化媒体融合发展，打造智能传播服务平台

借力互联网数据中心，公司将建立打通旗下报刊、网站、APP 等多种媒介产品，实现生产经营单元内容互联互通、统一采集、分类加工、集中分发的适应互联网的内容生产平台。公司数据存储、数据分析和数据共享实力的增强亦将提升自身营销业务的传播精准度和用户到达效率，推动传统业务“再造”。

➤ 数字娱乐业务：云计算降低运营成本，数据挖掘提升业务实力

在游戏业务不断增长带来运算和存储压力背景下，互联网数据中心所提供的低成本、高质量云服务将有效降低游戏平台的运营成本、提升公司游戏业务盈利能力。同时，通过对游戏用户进行数据挖掘，有助于提高公司研发高质量的游戏作品。

➤ 智慧业务：大数据推进业务降本增效

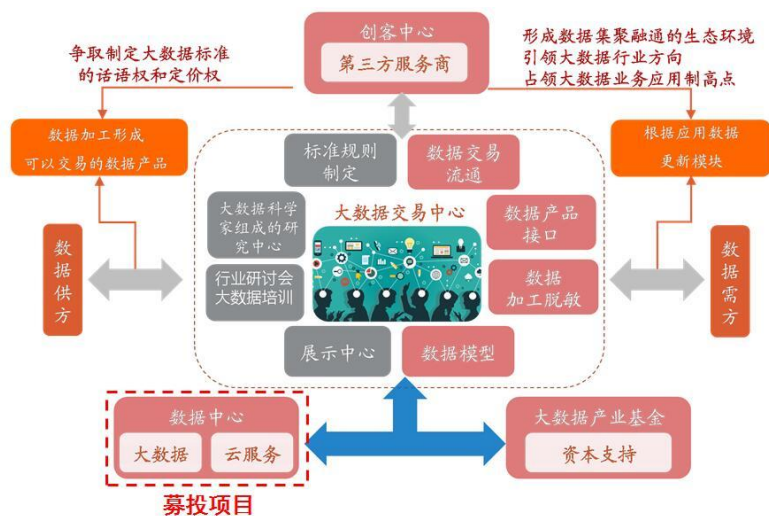
公司已建立涵盖电商平台、区域门户网站、网络医院、养老服务的多重智慧业务体系，并累积了大量用户数据。凭借互联网数据中心带来的大数据、云计算技术深度挖掘数据价值，有助于完善智慧服务板块业务功能，提升服务的专业性并降低平均成本，增强公司智慧业务区域性、专业性的特征。

➤ 文化投资业务：提升决策科学性和投资回报率

大数据分析有利于辅助公司投资部门制定科学的投资策略、挖掘优质投资项目，公司将打造一个覆盖基础服务、大数据应用、数据交易服务在

内的完整大数据产业链条，最大化与原有布局的业务协同和人才协同作用，提高文化产业投资的资金使用效率和投资回报率。

图 35：大数据技术将推动公司现有业务的优化升级



资料来源：公司公告

4. 盈利预测

我们采取相对估值与绝对估值法对公司进行估值，根据 2 种估值方法，我们给予浙报传媒 18.52 元目标价，首次覆盖给予“增持”评级。

4.1. 相对估值法

4.1.1. 核心假设

我们的核心假设如下：

传统报媒业务：受行业宏观趋势影响，以发行、印刷、广告和商品销售业务构成的传统报媒业务营收与利润率将保持下滑态势，但考虑到公司纸媒产品较强的市场地位与业务实力，我们认为具体下滑速率应小于行业平均。

游戏类业务：凭借边锋网络与浩方稳健的经营基本面，我们认为由游戏平台、游戏衍生品、在线游戏、平台运营构成的游戏业务将保持营收和利润率的平稳增长。

4.1.2. 盈利预测

根据我们的核心假设，我们预计 2016~2018 年公司将实现营业收入 34.23 亿元、35.57 亿元和 37.68 亿元，同比增长-1.0%、3.9%和 5.9%；实现归属母公司股东的净利润 5.95 亿元、6.26 亿元和 6.79 亿元，同比增长-2.59%、5.3%和 8.47%；对应 EPS 分别为 0.50、0.53 和 0.57 元。

表 4：预测利润表（百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
--	------	------	------	-------	-------	-------

营业总收入	2,356	3,066	3,458	3,423	3,557	3,768
增长率	63.8%	30.1%	12.8%	-1.0%	3.9%	5.9%
营业成本	-1,224	-1,633	-2,007	-2,065	-2,144	-2,242
%销售收入	51.9%	53.3%	58.0%	60.3%	60.3%	59.5%
毛利	1,132	1,433	1,451	1,358	1,413	1,525
%销售收入	48.1%	46.7%	42.0%	39.7%	39.7%	40.5%
营业税金及附加	-54	-55	-37	-59	-54	-54
%销售收入	2.3%	1.8%	1.1%	1.7%	1.5%	1.4%
营业费用	-284	-384	-423	-420	-439	-463
%销售收入	12.1%	12.5%	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
管理费用	-291	-417	-481	-455	-484	-512
%销售收入	12.4%	13.6%	13.9%	13.3%	13.6%	13.6%
息税前利润 (EBIT)	502	577	510	424	436	496
%销售收入	21.3%	18.8%	14.8%	12.4%	12.3%	13.2%
财务费用	-20	-14	-14	23	33	45
%销售收入	0.9%	0.5%	0.4%	-0.7%	-0.9%	-1.2%
资产减值损失	-26	-26	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	43	75	419	314	345	380
%税前利润	8.1%	11.2%	44.1%	38.8%	39.9%	39.2%
营业利润	499	613	901	761	814	921
营业利润率	21.2%	20.0%	26.1%	22.2%	22.9%	24.4%
营业外收支	31	62	49	47	53	49
税前利润	529	674	950	808	867	970
利润率	22.5%	22.0%	27.5%	23.6%	24.4%	25.8%
所得税	-36	-63	-68	-58	-62	-69
所得税率	6.8%	9.3%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%
净利润	493	611	882	751	805	901
少数股东损益	81	94	272	156	179	222
归属于母公司的净利润	412	517	610	595	626	679
净利率	17.5%	16.9%	17.7%	17.4%	17.6%	18.0%

数据来源：国泰君安证券研究

4.1.3. 可比公司估值

我们选取与公司业务相近的 A 股报业出版类上市公司：华媒控股、华闻传媒、博瑞传播与公司进行估值比较。2016~2018 年，可比公司平均估值为 44.99/36.71/32.29 倍，浙报传媒相应年份估值仅 30.86/29.11/27.07 倍，具有较大估值吸引力。综合公司内生成长性并参考行业平均估值，我们认为 2017 年公司合理估值水平为 35xPE，对应目标价 18.52 元。

表 5: 可比公司估值比较 (截止 2016 年 11 月 01 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000607.SZ	华媒控股	15.05	154.89	0.26	0.29	0.33	58.56	51.03	45.37

000793.SZ	华闻传媒	11.31	232.00	0.37	0.42	0.47	30.75	26.78	24.30
600880.SH	博瑞传播	8.36	91.95	0.18	0.26	0.31	45.66	32.32	27.20
行业平均			159.61	0.27	0.33	0.37	44.99	36.71	32.29
600633.SH	浙报传媒	15.43	185.37	0.50	0.53	0.57	30.86	29.11	27.07

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究。注: 可比公司 EPS 预测取自 Wind 一致预期

4.2. 绝对估值法

我们采取 DCF 绝对估值法对公司进行估值。在绝对估值法的条件下, 公司的价格为 19.18 元。我们绝对估值法的假设如下:

图 36: FCFF/WACC 模型核心假设

资产贴现率Ka		股票贴现率Ke	
行业Beta	0.95	股本总额	1,188.29
无风险利率Rf	2.67%	股价	15.59
风险溢价	3.76%	股本价值Ve	18,525.40
资产贴现率Ka	6.24%	债务总额Vd	1,357.99
加权平均资本成本WACC		债务利率Kd	2.69%
		实际税率Tc	7.14%
债务比率D/(E+D)	6.83%	股票Beta	1.17
权益比率E/(E+D)	93.17%		
WACC	6.76%	股票贴现率Ke	7.07%

数据来源: 国泰君安证券研究

图 37: FCFF/WACC 模型估值结果

每股价值	19.18	TV增长率	3.0%
隐含P/E	38.33	Ke	7.07%
企业值	22,790.19	债务	1,357.99
		投资	3,421.96
股票价值	22,790.19	少数股东权益	1,243.40

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

数据来源: 国泰君安证券研究

综合相对估值与绝对估值两种方法, 同时考虑到公司将持续享受互联网娱乐成功转型成果, 大数据与电竞业务有望在远期推动公司业务升级再造并贡献新业务增量, 我们预计公司 2016~2018 年 EPS 0.50/0.53/0.57 元, 首次覆盖给予目标价 18.52 元, 给予“增持”评级。

5. 风险提示

5.1. 报业整体下滑拖累公司业绩风险

当下互联网对生活的渗透已非常深刻, 大量读者观看习惯正加速由纸媒向电子端迁徙。作为传统报媒业务为营收重要来源的公司, 在此趋势冲击背景下, 存在报媒业务拖累整体业绩的风险。

5.2. 游戏行业竞争加剧风险

经过十余年发展，当前国内游戏产业竞争已非常激烈，单款游戏/平台产品寿命不断缩短。公司旗下《三国杀》、浩方对战平台等游戏产品均已上线运营数年，存在竞争力下滑、活跃用户下降并最终拖累经营业绩的风险。

5.3. 电竞业务盈利不达预期风险

目前国内电竞产业仍处发展早期阶段，用户付费、版权交易、赛事运营等商业模式正处摸索期，行业整体盈利性较弱，公司电竞业务存在盈利能力发展不达预期的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		