

## 证券研究报告—深度报告

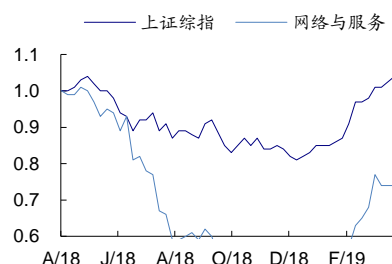
## 网络与服务

## 网络版权保护专题报告

超配

2019 年 04 月 17 日

## 一年该行业与上证综指走势比较



## 相关研究报告:

《海外相关公司比较研究：与腾讯微众银行签约，进入互联网金融 IT 领域》——2015-03-17  
 《移动金融行业专题研究：移动金融迎来春天，潜力无限》——2015-02-05

## 证券分析师：熊莉

电话：

E-MAIL: xiongli1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519030002

## 行业专题

## 技术是解决网络版权及知识产权保护的关键

## ● 打击图片盗版纳入剑网行动，解决版权保护问题是重中之重。

近期网络版权保护问题得到国家、媒体等的高度关注，国家版权局将图片盗版纳入剑网行动，一些图片网站均参与此次整改。此次举动大概率将带来网络版权行业的系列变革，粗放发展时代有望结束，解决版权保护问题是重中之重。

## ● 大数据时代加大对技术路径的依赖，解决海量网络版权保护的关键是技术。

目前人工审核远远不够，数据喷发的时代，必将加大对技术路径的依赖。传统网络版权保护的方式上，是通过开发信息加密技术、水印加载技术、CA 认证技术等，阻止、限制或禁止不正当接触或复制网络作品的行为，保护著作权人的权益和网络文献信息安全。但数字内容的存在属性让在标准系统外的庞大网络生态中的内容传播难以受版权的制约，改善现状需要新一代信息技术解决方案。

## ● NLP、AI 检索将应用于海量内容版权记录、确权、维权举证领域。

目前主流技术应用是自然语言处理（NLP），即用计算机来处理、理解以及运用人类语言。文本挖掘，特别是深度文本挖掘肯定是网络内容审核、侵权追踪的基础，通过对海量的信息进行识别、分析和校对等操作实现盗版追踪服务。如果内容规模庞大，使用 AI 检索对比功能，才有可能在庞大的互联网公开信息中实现确权并搜索侵权行为，以及进行复杂的维权行为。随着 AI 技术的快速发展，AI 处理图像、音频、视频、自然语言的能力日益提升，落地案例不断涌现。此外区块链也开始在版权记录领域得到应用，可准确快捷记录版权。

## ● 风险提示：网络版权及知识产权保护行业发展不及预期；政策落地不及预期。

## ● 重点投资组合：拓尔思（300229）、美亚柏科（300188）、彩讯股份（300634）。

近年来数字作品爆发式增长，海量内容版权记录、确权、维权举证问题日益突出，行业有望迎来系列变革。我们强烈推荐网络版权保护板块，核心推荐拓尔思（300229）、美亚柏科（300188）、彩讯股份（300634）。

## 重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300229	拓尔思	买入	13.75	6,525	0.51	0.67	27	21
300188	美亚柏科	买入	18.98	15,086	0.56	0.76	34	25
300634	彩讯股份	买入	30.43	12,172	0.48	0.59	63	52

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

## 内容目录

一、技术是解决网络版权问题的关键 .....	4
二、网络版权保护产业有望高速发展，计算机行业组合强烈推荐 .....	10
国信证券投资评级 .....	15
分析师承诺 .....	15
风险提示 .....	15
证券投资咨询业务的说明 .....	15

## 图表目录

图 1: 2006-2016 年中国网络核心版权产业市场规模.....	5
图 2: 2006-2016 年中国网络核心版权产业结构变化.....	6
图 3: 2006-2016 年美国网络版权产业市场规模.....	6
图 4: CA 认证系统 .....	7
图 5: 水印效果示意图 .....	8
图 6: 区块链版权登记流程图 .....	9
图 7: 拓尔思云搜索解决方案 .....	11
图 8: 拓尔思互联网信息监控云平台 .....	11
图 9: 美亚柏科知识产权维权服务 .....	12
图 10: 彩讯股份知识产权维权平台架构 .....	13
图 11: 彩讯股份搜索引擎架构.....	14
表 1: 网络版权产业的发展获得政策大力支持 .....	4
表 2: 传统版权检测技术简介 .....	9
表 3: 美亚柏科知识产权维权案例（2007-2017） .....	12

## 一、技术是解决网络版权问题的关键

近期国家版权局已将图片盗版纳入剑网行动，一些图片网站均参与此次整改，展现国家对网络版权问题的高度重视。在数字作品的传播中，版权发挥着重要的作用。音乐、视频、图片、小说等在互联网中广泛传播的数字作品，都具有商业价值。随着互联网的高度发展，用户对于文创领域、内容领域的需求不断暴增，沉浸在新闻、电视剧、电影、短视频等海量商业化内容中。数字作品的爆发式增长带来诸多网络版权问题，我国网络版权政策频出，政府决心进行深度行业改革，推动行业健康、快速发展。

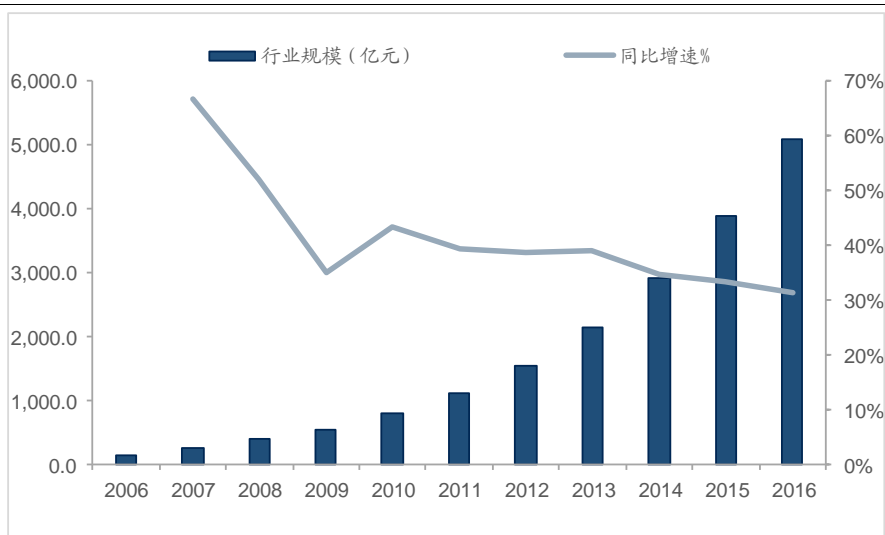
**表 1：网络版权产业的发展获得政策大力支持**

时间	发布单位	文件或行动	内容简介
2019 年 4 月	国家版权局	“剑网 2019”专项行动	国家版权局重视图片版权保护，依法维护著作权人合法权益。各图片公司要健全版权管理机制，规范版权运营，合法合理维权，不得滥用权利。国家版权局将把图片版权保护纳入即将开展的“剑网 2019”专项行动，进一步规范图片市场版权秩序。
2018 年 7 月	国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部	“剑网 2018”专项行动	将短视频版权专项整治作为专项行动的重点任务，并将短视频平台企业列为专项行动重点监管对象。9 月 14 日，国家版权局约谈了抖音短视频、快手、西瓜视频等 15 家企业，责令相关企业进一步提高版权保护意识，切实加强内部版权制度建设，全面履行企业主体责任。各家短视频平台共下架删除各类涉嫌侵权盗版短视频作品 57 万部。
2017 年 10 月	国家版权局	约谈境内外音乐公司及国内几大网络音乐服务商	要求对网络音乐作品应全面授权、避免独家授权。针对网络音乐版权市场出现了一些新问题，如网络音乐服务商纷纷采购唱片公司的独家版权，有的甚至哄抬版权授权费用抢夺独家版权，有的未经许可使用音乐作品。独家授权的模式还可能导致盗版的反弹，会破坏来之不易的网络音乐版权良好秩序。
2017 年 7 月	国家版权局、国家互联网信息办公室、工业和信息化部、公安部	“剑网 2017”专项行动	在打击网络侵权盗版的“剑网 2017”专项行动中，2554 个侵权盗版网站被关闭，71 万条侵权盗版链接被删除，276 万件盗版制品被收缴，立案调查网络侵权盗版案件 543 件，会同公安部门查办刑事案件 57 件、涉案金额 1.07 亿元。
2017 年 4 月	国家版权局	版权监测中心官网 (www.12426.cn) 上线	版权监测中心官网在北京宣布正式上线，平台将协助政府依法进行网络监管，版权方可通过线上进行版权认证、预警、监测、下线、取证诉讼、数据分析等系列维权工作。
2017 年 2 月	国家版权局	《版权工作“十三五”规划》	规划从完善版权法律制度体系、完善版权行政管理体系、完善版权社会服务体系、完善版权涉外工作体系 4 个方面提出了 26 项重点任务，包括继续推进《著作权法》修改、加大版权执法监管力度、持续推进软件正版化工作、优化版权社会管理工作、加强版权宣传培训工作、推动建立合作共赢的新型版权国际关系等，涵盖版权创作、运用、保护、管理、服务等各个方面。
2015 年 7 月	国家版权局	《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的行为》	责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的行为。2015 年 7 月 31 日前，各网络音乐服务商必须将未经授权传播的音乐作品全部下线。
2013 年 1 月最新修订	国务院	《著作权法实施条例》	“著作权法所称作品，指文学、艺术和科学领域内具有独创性并能以某种形式复制的智力创作成果”，理应受到法律的保护。

资料来源：各政府部门网站、国信证券经济研究所整理

中国网络版权产业规模突破 6000 亿元，并持续快速增长。国家版权局网络版权产业研究基地今天在京发布《中国网络版权产业发展报告（2018）》。报告显示，当前我国网络版权产业继续保持快速增长趋势。根据测算，2017 年中国网络版权产业的市场规模为 6365 亿元，较 2016 年增长 27.2%。其中，中国网络版权产业用户付费规模为 3184 亿元，占比规模突破 50%。2017 年我国网络版权产业的体量已经成长为 2013 年的 3 倍。

图 1：2006-2016 年中国网络核心版权产业市场规模

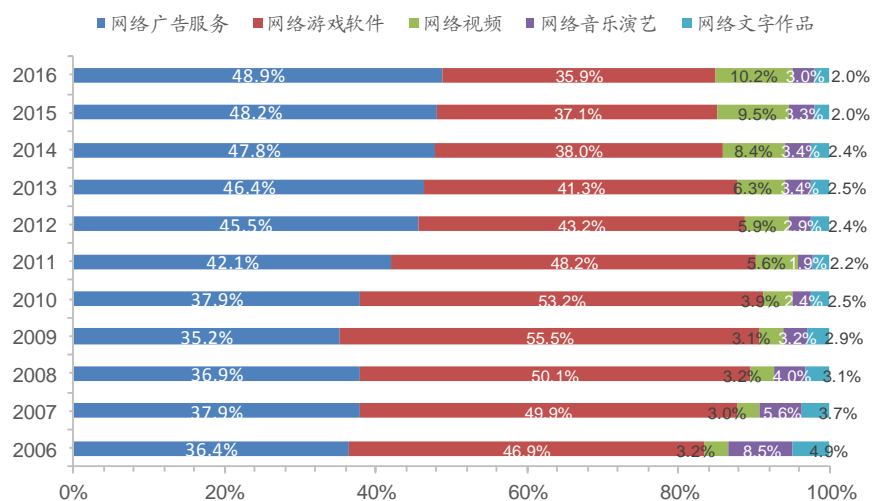


资料来源：观研天下、国信证券经济研究所整理

《中国网络版权产业发展报告（2018）》显示，**传统文化产业正在积极拥抱互联网，加快数字转型**。例如在数字阅读领域，数字阅读平台培育了用户的在线阅读习惯，用户阅读习惯的迁移推动出版社对数字阅读平台从被动接纳转为主动接受；在体育赛事领域，中国电子竞技的飞速发展催生了大批优质赛事的举办，盘活了赛事推广、票务、比赛场地、俱乐部建设和赛事经纪等线下版权业务。

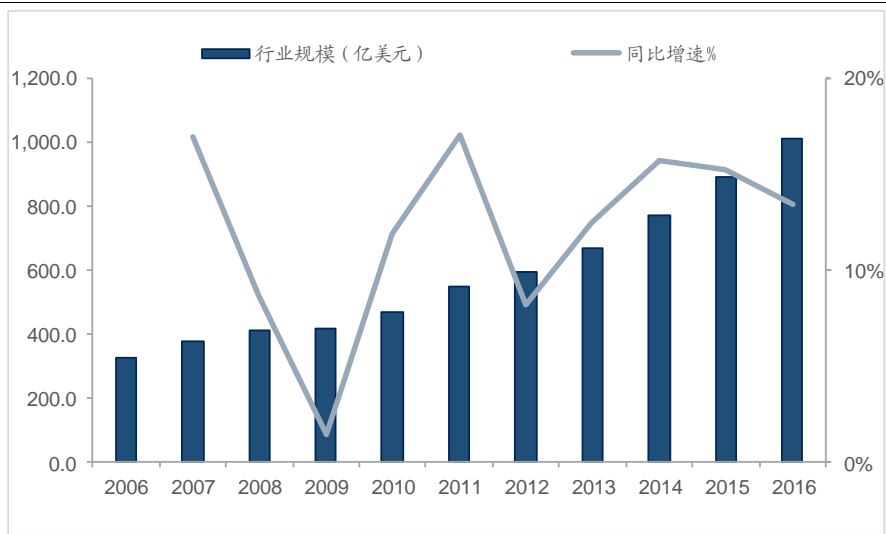
报告显示，2017 年，中国网络视频用户付费市场规模为 218 亿元，同比增长翻番，预计未来两年仍会保持超 60% 的高速增长；网络游戏市场规模达 2355 亿元，同比增长 32%；网络音乐市场规模达 175 亿元，同比增长 22%；网络新闻资讯市场规模达 305 亿元，同比加速增长超过 40%，其中移动端新闻收入占比超过 75%，主要收入来源是原生信息流广告和头部品牌广告；数字阅读市场规模突破百亿元，同比增长 31.1%。

**网络直播在 2017 年异军突起**，拉动了整体市场规模的增长。报告显示，2017 年中国网络直播用户规模达 4.22 亿人，较 2016 年增加 7778 万人，网民渗透率达 54.3%，产业市场规模已经达到近 400 亿元，成为仅次于游戏用户付费的产业。

**图 2：2006-2016 年中国网络核心版权产业结构变化**

资料来源：腾讯研究院、国信证券经济研究所整理

网络版权产业规模接近美国，仍将保持相对高速增长。美国 2016 年网络版权产业规模在 1011 亿美元，同比增长 13.4%，增速连续两年下降。中国市场规模目前已接近美国市场，但由于我国人口基数远超美国，我国的网络版权市场空间较大，仍将保持相对高速的增长。

**图 3：2006-2016 年美国网络版权产业市场规模**

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

- **网络版权的高速增长，使得版权保护问题日益突出。**目前人工审核远远不够，数据喷发的时代，必将加大对技术路径的依赖，技术是网络版权保护的关键。

网络版权行业的系列变革将开启，版权保护问题是重中之重。网络作品的权利保护源于技术，发展于技术，也受制于技术。数据技术所产生的利润空间和驱动力使得网络作品的非法复制与盗用有了经济学的合理性。充分发挥技术措施的保护功能，首要的是加快技术创新并予以发展性应用。用技术来控制网络作品的使用与传播成为数字领域中维护著作权人合法权益的有效途径。



巨量的内容确权是目前行业痛点。目前各大平台的内容审核依靠人工为主，例如微信平台，但是伴随信息量的大爆发，借助技术路径提升审核效率将大势所趋。传统技术方式上，是通过开发信息加密技术、水印加载技术、CA 认证技术等，阻止、限制或禁止不正当接触或复制网络作品的行为，保护著作权人的权益和网络文献信息安全。但数字内容的存在属性让在标准系统外的庞大网络生态中的传播难以受版权的制约，改善现状需要新一代信息技术解决方案。

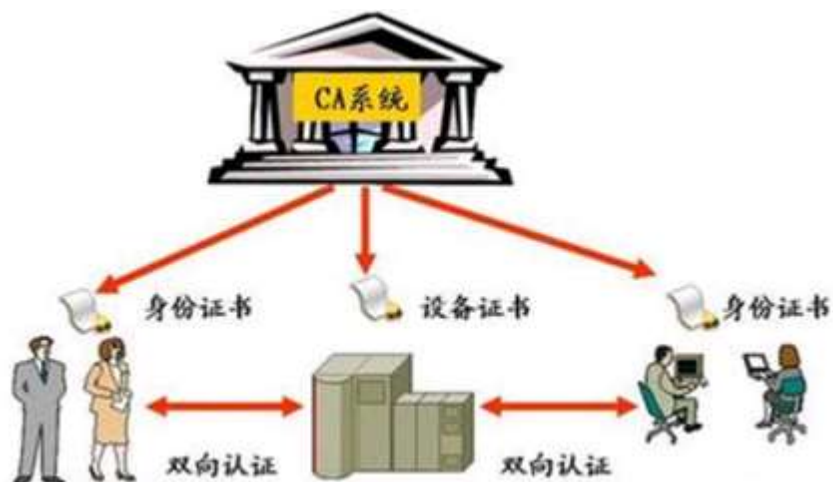
网络版权保护技术主要面向数字作品的创作和流通环节，提供信息加密、身份认证、版权检测（检索）等技术支持，解决盗版问题。

针对原创内容进行授权信息加密处理，防止非授权用户查看，是保护网络版权的重要手段。加密技术应用领域最普遍的就是视频制作的加密技术保护。视频加密系统主要是针对 FLV、F4V、MP4 这类视频文件进行加密，防止非授权用户的播放。系统分为加密和播放两部分：①FLV 视频加密程序：负责对视频文件进行加密，可以将 flv/f4v/MP4 文件通过该软件进行加密，加密后的文件别的播放软件无法播放；加密后的 FLV/F4V/MP4 文件只通过播放端进行播放。② 视频文件播放端：用于播放加密或者未加密的 FLV/F4V/MP4 文件。

常见的视频加密技术分两种：（1）防盗链：添加防盗链签名的 URL，经过签名的 URL 能够与流服务器的安全机制进行配合，可以将 URL 的使用权限定在指定的 APP 或播放器上，恶意第三方拿到 URL 也不能使用和播放；（2）流媒体加密：通过对称加密算法加密视频内容本身，用户获得加密后的视频内容，通过验证的用户可以获取解密视频的密钥，在客户端解密后播放。

CA 认证技术的核心在于实现身份认证，主要解决数字产品传递过程中的身份认证问题，确保信息传递仅到达授权者，并保证信息的保密性和完整性。数字证书在用户公钥后附加了用户信息及 CA 的签名。为确保只有某用户才能接受信息，发送者需要用接受者公钥加密信件；接受者使用自己的私钥解密信件。同样，为证实发送者的身份，发送者要用自己的私钥对信件进行签名；收件人可使用发送者的公钥对签名进行验证，以确认发送者的身份。在线交易中您可使用数字证书验证对方身份。用数字证书加密信息，可以确保只有接收者才能解密、查看，保障信息在传递过程中的保密性和完整性。

图 4：CA 认证系统



资料来源：搜狗百科、国信证券经济研究所整理

**水印加载技术**主要应用于图片版权保护领域。因为该技术的低成本和便利性，目前在图片上打水印已成为图片库和媒体通用的手法，一方面可以标注图片来源，避免图片被滥用，另一方面可以保护创作者合法权益。但由于图片中的水印往往和图片本身有一定的区别，水印本身在不透明度、颜色、结构上具有一致性规律，利用 PhotoShop、谷歌多图像消隐等工具，水印可被消除。

图 5：水印效果示意图



资料来源：simpletool、国信证券经济研究所整理

此外，**数字水印技术**是一种**信息隐藏**技术，可以将版权信息、标识信息、图像等信息以可见或者不可见的方式嵌入进视频、音频、图片、文本等载体图像之中。嵌入不可见水印信息时，由于嵌入的水印信息低于人类视觉系统所能承受的最小粒度发现范围，所以，它一方面可以用于证明作品的来源，作为侵权起诉的证据，另一方面还可以通过对数字作品的水印进行检测、分析，实现对作品的完整性保护。

**版权检测技术是打击盗版的关键**。针对不同形式的内容载体，版权检测的技术手段也有所不同，但实际都属于检索技术的范畴，包括文本检索、图像检索、音频指纹技术、数字水印等。



表 2：传统版权检测技术简介

检测分类	简介
音视频版权检测	<p>音频指纹技术已经被广泛应用到音视频内容识别应用中，通过分析音频本身的频谱特征，抽取数字指纹，并借此构建海量音频指纹数据库，用于音频指纹的比对和查询。该技术具有通用性强，识别率高，无需改变原有音视频内容等特点，已被 Youtube、Facebook、苹果等公司广泛采用。</p> <p>数字水印技术则是于音频指纹技术相对的另外一种音频检索技术，其原理是向音频中嵌入事先定义的信息，然后通过检测固定信息是否存在，来达到匹配的目的，技术难度小，但是会对原始音视频引入噪音，而且容易被去除。</p>
文字版权检测	<p>文字作品的版权检测相对简单，对比文字内容是否相同或相近即可，通常基于关键词字符串匹配算法和文本检索系统实现，常用于文字内容重复度检测。</p>
图片版权检测	<p>图片版权检测通常基于图像检索技术实现，通过分析图片的颜色、纹理、布局等参数的相似度，进行匹配。此外与数字水印的匹配检测也被广泛应用。</p>

资料来源：百度百科、国信证券经济研究所整理

目前主流技术应用是自然语言处理（NLP），即用计算机来处理、理解以及运用人类语言。要知道文本挖掘，特别是深度文本挖掘肯定是网络内容审核的基础。

● 新畅想——AI 检索技术和区块链技术未来有望应用于海量内容版权记录、确权、维权举证领域。

区块链有望在版权记录领域得到应用。传统版权行业具有三大痛点：作品版权难追溯，侵权行为难判断；利益归属难界定，原创作者权益难保障；维权成本高，举证困难。区块链上的数据具有时间戳，同时具有公开可追溯、不可篡改等特点，与数字内容在使用过程中的内容确权、合法传播，提升可信度等要求相符。传统数字内容的版权保护路径，需要创作者向国家授时中心及其下属的服务机构申请版权认证服务，门槛较高。但在区块链版权中，创作者或机构都可以通过加入区块链网络，快捷地实现内容上链，记录版权。

图 6：区块链版权登记流程图



资料来源：重庆小犀科技、国信证券经济研究所整理

区块链单一技术难以实现确权和维权，需要结合 AI 解决方案。在实际版权登记中，关于作品的内容、创作过程、独创性描述等方面，采用人工审核，进而验证作品的原创性和价值，这部分工作是区块链技术解决不了的。内容规模庞大，使用 AI 检索对比功能，才有可能在庞大的互联网公开信息中实现确权并搜索侵权行为，以及进行复杂的维权行为。随着 AI 技术的快速发展，AI 处理图像、音频、视频、自然语言的能力日益提升。但对于目前的

技术速度来说，海量检索需要巨大的成本。

## 二、网络版权保护产业有望高速发展，计算机行业组合强烈推荐

目前人工审核远远不够，数据喷发的时代，必将加大对技术路径的依赖。近期国家版权局将图片盗版纳入剑网行动，一些图片网站均参与此次整改，展现国家对网络版权问题的高度重视。此次举动大概率将带来网络版权行业的系列变革，解决版权保护问题是重中之重。而海量网络版权保护的关键是技术。

传统方式上，是通过开发信息加密技术、水印加载技术、CA 认证技术等，阻止、限制或禁止不正当接触或复制网络作品的行为，保护著作权人的权益和网络文献信息安全。但数字内容的存在属性让在标准系统外的庞大网络生态中的传播难以受版权的制约，改善现状需要新一代信息技术解决方案。

**区块链技术和 AI 检索技术未来有望应用于海量内容版权记录、确权、维权举证领域。**区块链有望在版权记录领域得到应用，区块链上的数据具有时间戳，同时具有公开可追溯、不可篡改等特点，与数字内容在使用过程中的内容确权、合法传播，提升可信度等要求相符。创作者或机构都可以通过加入区块链网络，快捷地实现内容上链，记录版权。此外，内容规模庞大，使用 AI 检索对比功能，才有可能在庞大的互联网公开信息中实现确权并搜索侵权行为，以及进行复杂的维权行为。随着 AI 技术的快速发展，AI 处理图像、音频、视频、自然语言的能力日益提升。

**我们强烈推荐网络版权保护板块，核心推荐拓尔思（300229）、美亚柏科（300188）、彩讯股份（300634）。**

### ● 拓尔思（300229）

公司是国内领先的人工智能和大数据技术及数据服务提供商，是一家拥有人工智能和大数据自主核心技术的技术驱动型创新企业。公司当前主要的产品和服务涵盖通用平台产品、行业应用产品及大数据智能服务三大类别。多年来随着公司技术研发和业务领域的不断拓展，公司不断加强前沿技术成果转化和综合应用服务能力，现主要为政务、媒体、安全、金融、军工、企业、知识产权、出版和网信等多类行业用户提供领先的产品、技术和解决方案。

**在知识产权领域：**2018 年 4 月，国家知识产权局知识产权出版社与拓尔思公司签署合作协议，委托拓尔思对“外观设计专利图像检索系统”进行开发。2017 年，在国家知识产权局局“专利检索与服务系统检索引擎”论证会上，专家给出“北京拓尔思信息技术股份有限公司的 TRS 检索引擎是唯一能够全面满足专利检索系统要求的产品”的结论。

公司从 1998 年承建中国专利公布公告光盘检索系统，到 2018 年发明机检报告系统建设，研发了具有自主知识产权的专利全文检索引擎、图像检索系统、跨语言检索系统、专利分类引擎系统，机检报告系统、机械附图检索系统、数值范围检索系统等，是大数据和人工智能技术在知识产权行业的落地。

图 7：拓尔思云搜索解决方案

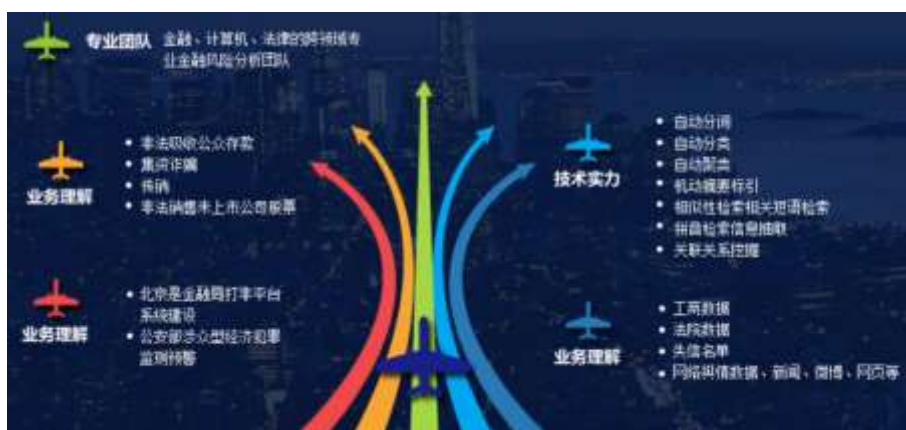


资料来源：拓尔思官网、国信证券经济研究所整理

**在出版领域：**公司依照国家新闻出版广电总局关于推进新闻出版业数字化升级工作的技术号召，主要为用 户提供资源管理、知识加工、知识服务及产品运营服务，并推出出版知识服务解决方案，帮助出版商构建领域 知识图谱，通过对出版行业数据的再加工，利用 NLP 中数据挖掘、信息抽取、知识融合等各类技术，构建统一 的行业知识库，不断加强对内容本身和读者兴趣行为的深入挖掘分析，开拓知识服务新模式。

**在网信领域：**公司依托覆盖新闻、论坛、微博、微信等数万家信息源、10 万+采集点的 TRS 网络大数据中心， 实现对网络数据的事前、事中、事后全生命周期信息管理。以网络舆情态势感知和管理为核心目标，围绕党政 机关舆情主管部门业务要求，提供结合大数据技术、人工智能技术及云服务的个性化服务解决方案。

图 8：拓尔思互联网信息监控云平台



资料来源：拓尔思官网、国信证券经济研究所整理

### ● 美亚柏科（300188）

公司是国内电子数据取证领域龙头企业、网络空间安全专家，主要服务于国内各级司法机关以及行政执法部门。

**在知识产权领域：**美亚柏科自主研发的“互联网知识产权保护平台” 面向社会公众提供网络维权服务，致力于包括影视、音乐、出版、商标、网游以及计算机软件等数字作品的知识产权保护工作。为数字作品权利人及传统作品的数字化发行与信息网络传播情况，提供侵权信息的监测、存证、调查、处置一站式互联网知识产权保护服务。截止目前，美亚柏科已先后为**超过百部电影或电视剧、数十款网络游戏、近百个国内外知名商标**开展知识产权保护服务。

**表 3：美亚柏科知识产权维权案例（2007-2017）**

作品类型	数量	作品
电影	超过百部	乘风破浪、生化危机；终章、比利·林恩的中场故事、澳门风云 2、小时代 1-3、让子弹飞等
电视剧	数十部	中国维和警察、家、秋香怒点唐伯虎、老公万岁、女王办公室、飞女正传等
体育赛事	多个	2014 巴西世界杯、2012 伦敦奥运会
商标	近百个	香奈儿、明艳、暴龙眼镜、乐上、乔丹、美能格、凯迪仕等
游戏	数十款	战舰世界、坦克世界、战机世界、激战 2、魔界 1-2、魔域、弹弹堂、征服等

资料来源：美亚柏科官网、国信证券经济研究所整理

公司提供影视/动画/直播/音乐作品维权、网络游戏维权、商标/专利维权、文字出版/漫画维权、自媒体文章维权、商业软件维权服务。维权监测服务帮助权利人及时、准确地掌握其作品在全网范围内被非法传播的情况，包括影视作品盗播、商标侵权、假货、游戏私服/外挂等涉嫌侵权信息的传播情况。完善的维权监测系统和强大的服务器群组支撑，确保监测数据新鲜及时。此外提供维权增值服务包括：维权处置、维权调查、民事诉讼、刑事立案举报等服务内容。

**图 9：美亚柏科知识产权维权服务**



资料来源：美亚柏科官网、国信证券经济研究所整理

#### ● 彩讯股份（300634）

公司是一家领先的产业互联网解决方案和技术服务提供商，专注于企业信息化企业数字化转型领域，致力于为电信、金融、政府、能源、交通等行业的

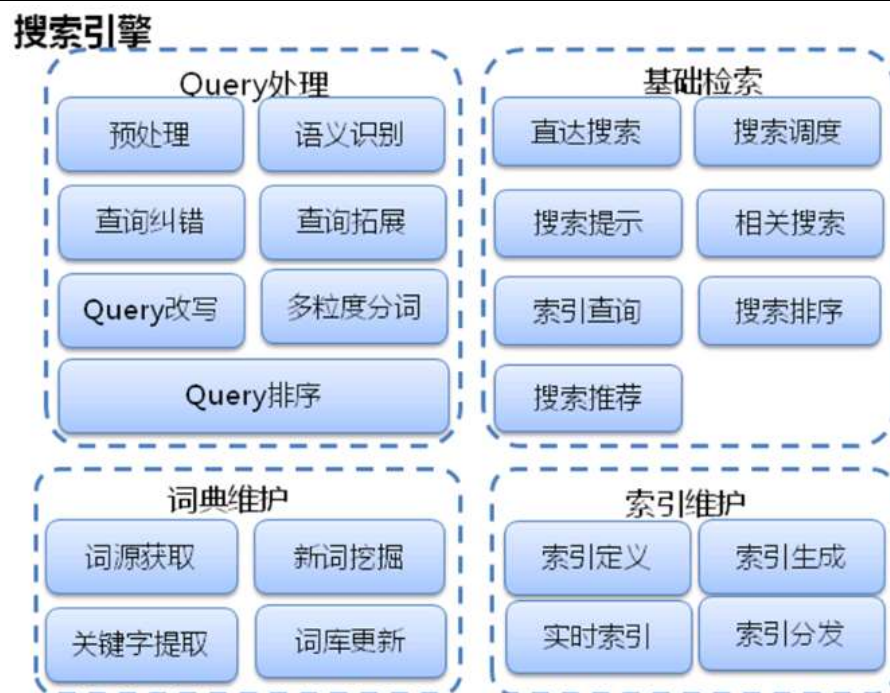






索引运营的主体部分,运营管理子系统对搜索引擎的配置管理主要通过调整参数的形式发挥作用。

图 11: 彩讯股份搜索引擎架构



资料来源: 科讯股份官网、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

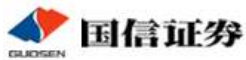
本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032