

## 视频行业分析报告

2014年4月13日

### 核心观点

- ❖ 美国视频行业以三种模式的形式存在：免费（五大全国性电视网，收入来源为广告）、订阅（付费电视频道和电视节目，无广告）、OTT（以Netflix为代表，用户直接通过终端连接互联网获取视频，并产生付费）。
- ❖ 美国的OTT市场发展领先于中国，主要产品可分为：纯视频接收终端“盒子”（如整合了Netflix、HBO Go、Hulu Plus、Instant Video等优质内容的Roku机顶盒）、互联网、电视内容融合终端（如Google TV）、家庭娱乐的综合平台（如Xbox，兼具视频和游戏两大娱乐功能）。随着软硬件产品逐渐成熟，三网融合及宽带中国战略推进，中国OTT行业迎来良好发展机遇。（注：从行业发展规律来看，限制自由的政策压制必然是暂时的）
- ❖ 随着人们对娱乐需求的提高，移动互联网渗透率的提升，未来三年，我国网络视频行业规模将保持30%以上的增速。
- ❖ 在视频这个行业自然是内容为王，这反映在过去三年版权费的水涨船高，视频公司除了想方设法获取稀缺内容外，还积极尝试创新，如自制剧、UGC等。变现方面，视频贴片硬广本身可以相对精准，同时嵌入的原生广告以及其他创新（如与电商进行合作等）亦将成为未来重要的收入来源。



### 基金管理总部

#### 基金经理 陈磊

电话：021-68591607

邮箱：chenlei@changyucapital.com

#### 基金经理 袁波

电话：021-68591611

邮箱：yuanbo@zongyiholding.com

#### 基金经理 杨朦

电话：021-68591618

邮箱：yangmeng@zongyiholding.com

#### 主笔研究员 贺音卜

电话：021-68591610

邮箱：heyinbo@zongyiholding.com

#### 联络人 刘莉华

电话：021-68591612

邮箱：liulihua@zongyiholding.com

## 视频行业分析报告

### 一、视频行业

#### 1. 美国视频行业的三种模式

##### 免费模式：全国性电视网

美国的五大电视网(Network)是全美范围的占主导地位的电视内容提供商，包括 NBC、CBS、ABC、FOX 和 CW 五家。它们制作、购买并编辑节目，免费提供给各地方无线电视台和有线网络，收入则主要依靠电视广告。这种传媒模式需要足够充分的节目制作能力，以满足全国观众的各种需要；以及最广大的覆盖面，以满足希望广告能够覆盖全美的广告商的需求（广告商特别重视观众的收视率和满意程度）。传播的规模优势和节目制作上的规模经济构成了这几家电视网的壁垒。

类比到中国，全国性的五大电视网则成为央视和省级卫视台，他们全国覆盖，并为全国性的广告主提供广告服务。

美国五大电视网规模覆盖全美

电视网	创立时间	家庭覆盖率	可收看家庭户数(百万户)
ABC	1948	96.75%	10318
NBC	1946	97.17%	10362
CBS	1948	96.98%	10342
Fox	1986	96.18%	10257
CW	2006	94.6%	109.64

数据来源：The business of media distribution, Jeff C. Ulin

##### 订阅模式：细分内容的有线电视频道和付费电视节目

它们与电视网（Network）的最大区别是不卖广告，只通过有线电视传输，向终端用户收取订阅费，市场推广成本和订阅费收入与有线网络运营商按一定比例分摊。

有线电视频道 Cable channel 包括以动画片为主的 Nickelodeon，体育为主的 ESPN、音乐为主的 MTV 等等，而最具代表性的付费电视公司则是时代华纳旗下的 HBO。HBO 具有鲜明的特色和强大的自身节目制作能力，在收入和盈利能力上和全国电视网可以相比。HBO 提供高质量的收费节目（包括购买和自制），由有线运营商向用户提供接入服务，每月向用户收取十几美元的订阅费，市场推广成本和订阅费收入在两者间按一定比例分摊。目前，Comcast 向它的新用户提供六个月的免费 HBO 观看。对 HBO 等付费电视来说，追求的传播效果既非广度也非深度，而是不取悦大规模的受众，发掘基础收视包用户中进一步的偏好。因此让每一部 HBO 剧的剧情吸引一部分观众，成为 HBO 剧集的准则。

付费电视节目需要全天候提供高质量的电影、音乐、体育赛事等，对内容的数量和质量都有较高要求。内容主要来自与电影制片商签订的长期合同以及自制剧集。

### OTT: Netflix

Netflix 从 DVD 租赁商转型为订阅模式的流媒体提供商，订阅价明显低于 HBO。Netflix 与电影公司 Miramax（现被 Disney 控制）达成协议以 1 亿美元获得 5 年内后者电影的流媒体发行权。又以 1 亿美元从同样参加竞标的 HBO、AMC 手中抢下 2012 年新剧《纸牌屋》的首轮播放权，这也是美国网络视频网站第一次挑战电视媒体的新剧首播。《纸牌屋》首映也采取了创新的 13 集同时在线发布，在提升订阅量与市场反响方面得到了正面的反应。

Netflix 的优势是互联网的发布渠道，不像 HBO 必须通过 Comcast 等有线电视接入商。而 AppleTV, Xbox, 以及各种智能电视已经开始主动支持 Netflix, 使之 OTT 化后成为与 HBO 类似的付费电视，只是不需要通过 Comcast 接入及订阅，用户只需要拥有互联网接入即可。

国外著名视频网站情况及对比

	Hulu	Netflix	Youtube
<b>网站类型</b>	Hulu 是一家美国的提供正版长视频内容的网站。该网站由美国国家广播环球公司 (NBCU) 和新闻集团 (News Corp) 在 2007 年 3 月共同注册成立。	NetFlix 目前是世界上最大的在线影片租赁提供商，向 670 万名顾客提供超过 8 万部 DVD 电影的租赁服务，并逐步拓展至影片和电视剧的在线观看。	YouTube 是世界上最大的视频分享网站，成立于 2005 年，由 3 名 PayPal 前雇员创办。其创办原意是为了方便朋友之间分享录影片段，后来逐渐成为网民的回忆储存库和作品发布场所。
<b>优势策略</b>	Hulu.com 拥有超过 200 家内容提供方，包括 FOX、NBC 环球集团、米高梅公司、Sony Pictures Television、华纳兄弟影业。其节目都是免费且正版的，通过附加在视频节目上的形式多样且不致引起反感的广告获利。	Netflix 推荐系统将根据会员对电影的评级，年龄，性别以及以前租赁过的电影等进行推荐，Netflix 曾宣称 60% 左右的会员根据推荐名单定制租赁顺序。	自由分享的理念为 YouTube 创造了海量的用户、内容和流量，2010 年，上亿注册用户通过 Youtube 观看了超过 7000 亿次视频，上传了 1300 万小时的内容，60 天内上传到 YouTube 的视频就比美国三大电视台 60 年来制作的还要多
<b>盈利模式</b>	免费+版权+广告，从 2010 年 6 月起，测试付费服务 Hulu Plus	收费（包月点播模式）	免费+UCG+广告，Youtube 称将要推出付费频道
<b>终端策略</b>	PC, roku 盒子, Wii, Xbox, iPhone, iPad 及其他移动设备	支持电脑, Xbox, Wii, PS3, iPhone, iPad, Android, 还支持蓝光播放器等等。	PC 端及 TV 端以及持移动端
<b>收入规模</b>	2012 年 Hulu 营收 6.95 亿美元，同比增长 65%	Netflix 2013 年第一季营收为 10.2 亿美元，去年同期为 8.70 亿美元	2012 年 Youtube 的营收为 36 亿美元

## 2. 美国 OTT 终端产品

### 纯视频接收终端“盒子”

以 Roku 为代表。在 Roku 机顶盒中，已经整合了包括 Netflix、HBO Go、Hulu Plus（Hulu 的付费视频订阅服务）、亚马逊 Instant Video 等在内的超过 750 个优质内容来源。

### 互联网、电视内容融合终端——Google TV

其特点是利用机顶盒处理电视视频、互联网等多种内容，向家庭用户提供

多种服务，融合 PC、数字电视和互联网的功能。

### 家庭娱乐的综合平台——Xbox

其特点是兼具视频与游戏两大娱乐功能，满足消费者多元化的娱乐消费需求。

### 3. 中国 OTT 行业将快速发展



OTT 最大的优点是其开放性，避开了有线电视网络和电信运营商对通路的垄断，而点播服务和增值服务可以有效提升用户的 ARPU，因此上游播控内容方和家电、IT 行业的终端制造厂商均有动力推动其发展。

#### 软硬件成熟（硬件：智能电视和盒子，软件：操作系统，APP）

操作系统和芯片的进化，用户界面也受到智能手机、Pad 的启发，变得更为清晰和易于接受；厂商对智能电视的理解也更加深刻，了解到智能电视不仅仅是可以联网的电视机，更需要和网络内容平台紧密结合。

苹果的 Apple TV 3 代



微软的 XBOX One



使用 Android4.0 的三星的 SmartTV



使用 Android4.0 的海信 VIDAA TV



### 三网融合和宽带中国

2010年1月，国务院明确了三网融合时间表。时间表要求2010-2012年，政府主要在有条件的地区进行三网融合试点，2013-2015年，国家将在总结前期试点的基础上全面推进三网融合发展。

宽带提速工程的加速推进将改善现有的网络基础设施，打破网速“瓶颈”，从而使得智能电视的语音控制、“一云多屏”等技术成为可能，为OTT视频的推广奠定基础。

	有线电视	IPTV	OTT (智能电视、机顶盒)
运营方	电视台+各地有线网络运营商	播控平台+各地电信运营商	视频网站、播控平台
传输网络	有线电视网	互联网	互联网
牌照资质	有线电视运营牌照	IPTV运营牌照	内容牌照、播控牌照
接收设备	电视机、电视机+机顶盒	电视机+IPTV机顶盒	电视机+机顶盒、智能电视
优点	存量用户多	电信推动、专网安全性高	开放
缺点	双向化改造才可以用户交互、三网融合广电竞争力远落后于电信	需宽带支持，开放性不如互联网电视，各省落地受各种制约管制	需宽带支持、安全性低
电视直播	可	可	政策限制
影视点播	双向化后可	可	可
增值服务	双向化后可	可	可
相关上市公司	歌华有线、天威视讯、电广传媒、广电网络等传统有线运营商	中国电信、中国联通、百视通	百视通、乐视网、优酷传媒、海信电器

### 监管政策明朗

主管信息产业的工信部对OTT视频一直是积极的态度，广电总局也逐渐认识到技术进步带来的行业变化趋势不可阻挡，过去几年内对互联网电视的态度也逐渐由以堵为主转为疏通和管控。政策的具象化落实结果是内容牌照和播控牌照，即互联网内容提供资质与OTT相关业务的提供资格与运营资质。

### OTT视频相关产业链

内容生产商	华谊兄弟、光线传媒、华策影视、华录百纳、新文化
内容平台层(云端)	乐视网、百视通、华数传媒、PPTV
播控层	百视通、华数传媒
传输及服务层	数码视讯、网宿科技、中国电信、中国联通
终端厂商(智能电视或机顶盒)	乐视网、百视通、华数传媒、海信电器

## 二、网络视频

网络视频刚刚兴起时，更多的被作为电视等传统媒体的补充媒介，电视节目、电视广告被直接转移到网络视频上播放。随着网络视频用户增长、网络视频内容与产业模式发展，网络视频的价值逐渐被用户、广告主、版权方、电视台等传统媒体认可，网络视频与电视的活动模式从补点模式发展为台网联动模式。内容方面，节目内容从单一的影视剧发展为影视、综艺、体育、访谈类节目等多元化内容；播放形式方面，从电视台向网络视频的节目播出的单向传导，到用户通过网络视频不仅仅观看内容播出，还可以边聊边看、网络视频相关自制节目、台前幕后相关爆料等多种互动内容；效果方面，通过资源与受众的互补、时段分隔、地点互补，扩大节目内容本身的覆盖面与影响力、有效延长内容的传播生命周期，同时通过网络视频不与电视跨媒介整合营销将有效提升品牌广告的有效曝光频次与品牌记忆效果。

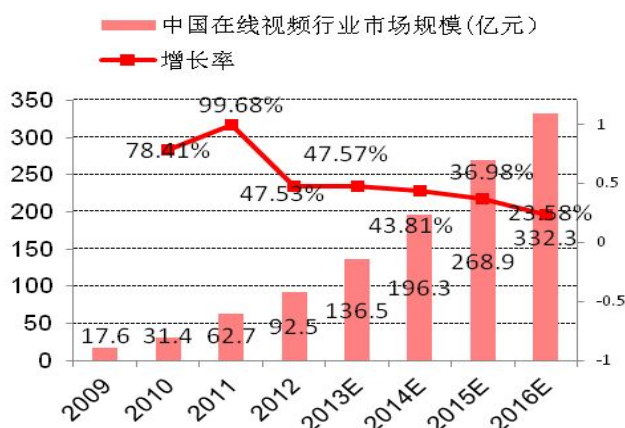
### 台网联动

2012年随着广电总局“限广令”、“限娱令”的全面实施以及版权费用的高涨，为网络视频台网联动进一步合作发展带来契机。“限广令”使得电视广告播出时间被压缩、广告数量下降，导致一部分电视广告预算转移至网络视频；“限娱令”使得电视娱乐节目数量锐减，促使电视台、电视制作单位与视频网站合作通过网络视频播放娱乐节目。在此背景下，“限广令”与“限娱令”进一步促进了台网联动。同时高额版权费用给视频网站带来的成本压力，促进视频网站在通过联合购买、版权分销的措施降低成本投入的同时，也推动视频网站提高原创能力，推出自制影视剧、自制娱乐节目，反向传递给电视台。使得网络视频与电视的互动关系由传统媒体占主导的台网联动模式逐渐转向网络视频为主导的网台联动模式，对网络视频自制内容的规模化生产促进了栏目化与节目化阶段。

### 网络视频规模

2012年中国网络视频行业市场规模 92.5 亿元，增长 47.53%，近五年复合增速大于 50%，且 2013 年将保持高于 45% 的增速。

中国互联网络信息中心用户调查显示，尽管目前网络视频在用户覆盖方面尚无法与电视相比，但是在高学历、高收入、年轻人群体中，网络视频的渗透率和黏性正不断上升，这些群体本身的高价值及其导向性将会带动网络视频向其他群体渗透和扩张。



## 1. 版权价格之争

视频版权的总体价格处于高位，网络视频公司在版权投入方面 2012 年较 2011 年均有了较大幅度的提升，未来网络版权价格增长将趋缓。但考虑到优质内容对于流量提升、吸引新用户以及网站品牌提升等方面的影响，优质内容资源的争夺仍将非常激烈，但同时版权市场逐渐趋于理性，版权将呈现结构性分化趋势，网络视频版权购买将趋向联盟化发展。

2012 年开始，视频网站结盟消息频出，一方面，优酷土豆以 100%换股的形式合并，采取视频分享模式，聚合双方的专业影视节目、自制节目和 UGC，共享优势资源；另一方面，搜狐视频、腾讯视频和爱奇艺三家联合宣布共建“视频内容合作组织”，在版权和播出领域资源互通。无论是合并还是联盟，均具有弱化竞争强化合作的意义，这有利于降低合作方成本，特别是视频版权采购成本，提升视频广告价格和营收。

当前视频网站在影视剧的营销上还难以短时间收回版权购买的成本并实现盈利。联合采购与版权分销对媒体而言会有收入上的提升，但由于各个视频网站在这方面的能力和联合状况最终会形成新的平衡，所以还难说这会对目前网络视频网站的竞争状态产生根本性的影响。

为了应对版权价格泡沫的挑战，会有两极化的操作日趋频繁。一极将继续沿用联合采购的形式以图降低成本，保有部分热门影片，维护视频总点击量；另一极将会进入上游，投资拍摄或者联合拍摄或者视网联动，以此增加获取优质片源的主动权。这两极竞争趋势的**实质都是定价权之争**，都是市场中的利益博弈，整合应对和控制上游历来都是定价权之争中的策略。版权价格的高涨驱动了视频网站自制内容的发展。

### 视频版权的趋势：

联合购买继续，公司之间的合作也会加强，类似土豆和乐视的合作，以及视频网站和传统电视台的合作；

视频公司和版权公司可能有更深度的合作，比如结盟或者参股；

版权价格趋于稳定，各网站之间内容也开始稍有差异化。

## 2. 自制剧：Netflix 与大数据

Netflix 根据海量的用户数据推论出《纸牌屋》成功的关键要素有三：喜欢 BBC 剧集的用户、大卫·芬奇的表现风格、凯文·史派西的表演刻画。

从消费者习惯入手：Netflix 的数据来自于它的 2900 万用户。每次用户的搜索，正面或者负面的评分，这些数据也会和第三方数据，如尼尔森的收视数据综合起来，此外，再加上地理位置数据，设备数据，社交媒体分享数据，用户添加书签数据，每次用户登录授权的数据，以及每部影片或者剧集的数据，都会进入 Netflix 庞大的数据分析系统里去。通过基于用户习惯的分析，Netflix 对哪些剧集会受欢迎很有信心。随着时间的推移，Netflix 能够针对不同用户推出他们更加喜欢的节目。

从数据管理到节目制作：如今 Netflix 已经将 95%的数据存储在 DataStax 的

Cassandra 上，包括客户账户信息、影片评分、影片元数据、影片书签和日志等。Netflix 在 750 多个节点上运行着 50 多个 Cassandra 集群。高峰时，Netflix 每秒要处理 50,000 多个读取和 100,000 个写入操作。这样一来，Netflix 业务能够灵活快速地创建和管理数据集群。

### 3. UGC

在视频网站的 UGC 方面，相对于 Youtube 等国外公司，我国的视频网站仍处于逐渐发力追赶的阶段。UGC 视频凭借自身一般比较短小的优势，视频网站更能规避长视频的版权成本而容易受到广告主的青睐。

UGC 在我国的发展



资料来源: 艾瑞咨询

国内外一些 UGC 网站对比

国外 UGC 模式	国内 UGC 模式
 <p>Facebook 提供了一个相对自由的平台，靠平台来带用户的用户，为商家和各种应用的开发者提供机会，建立用户与广告主之间的桥梁。</p>	 <p>人人网参照 facebook 模式，依靠前期建立的用户数量，与其他互联网行业联手，但人人网的平台开放程度有限。</p>
 <p>Youtube 作为世界上最大的视频分享网站，逐渐成为网民的回忆储存库和作品发布场所，其自由分享的理念为 youtube 创造了海量的用户、内容和流量</p>	 <p>酷 6 与 youtube 进行了战略合作，目的是打造中国版 youtube 的地位，吸引播客不断推出 UGC 内容，并利用中国的广阔市场与 youtube 合作建立渠道，并向国外推送内容优质视频内容</p>
 <p>维基百科是做真正的网络百科全书，同时维基百科是非商业网站，属于志愿者管理方式，支持多种语言</p>	 <p>百度百科是全球最大的中文百科全书，是在做内容大全，同时也是商业公司产品，服务于百度公司利益，志愿者和员工管理方式，只支持中文</p>
 <p>社交网络和微博客服务的网站，更趋向于自媒体，内容完全原创，更多是用户报状态，全是文字和链接，同时用户自由化程度高，用户自定义范围广</p>	 <p>中国式的微媒体，同时嵌入多种功能，更符合中国人习惯，内容更加大众化，理念来源于 twitter 但更精通运营，产品扩张速度快</p>

资料来源: 艾瑞咨询

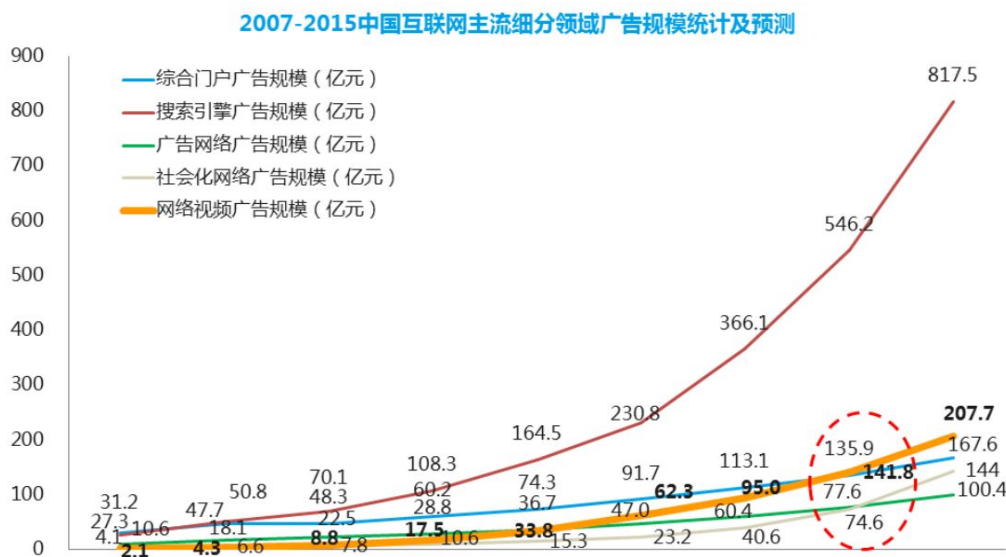




#### 4. 网络视频营销

2014 年网络视频广告营收规模将超过综合门户广告规模，成为最具规模互动营销平台之一。

对于广告主而言，网络视频广告的主要诱惑在于：“播放时间短”、“噪音少（精准营销）”、“有记忆点”。视频广告的收视点成本在大部分行业远低于电视广告，广告性价比高，网络视频可以为广告主提供一套性价较高的视频广告投放方案。



**精准营销：**广告投放者不再依赖基于某个随机样本容量所反映出的用户行为进行决策，他们能掌握所有查找、点击、购买过自己产品的用户们的互联网行为数据，参考这些数据，进而做出通盘考虑后的决定。在数据收集合理完整的情况下，他们甚至有可能计算出来自己每一分广告投入带来的回报。

## 5. 社交互动

社交化的网络电视最大的优势在于“互动性”和“按需观看”，彻底改变了传统电视单向传播的特点。

### SNS 与 OTT 的结合

将例如 Twitter、Facebook 等社交媒体整合进电视，使得电视成为社交媒体的重要终端。社交电视能做到：让身处不同地方的电视观众能够方便地共享和讨论他们正在观看的电视节目。将社交网络与视频节目有机结合，观众既可以对当前热播电视剧进行及时评论，同时也可以在看体育赛事一起庆祝进球等。

## 三、盈利模式变革

过去主流的网络视频盈利方式是广告收入，加上一定的版权分销，2012 年，中国视频网站广告收入+版权分销收入合计占中国视频网站总收入的 85.4%，其他如视频增值服务（点播、电商）等业务收入占比很小，反映在过去形势下，网络视频生态模式仍很单一，与传统电视视频终端类似，大量依靠广告等收入。

智能网络视频时代，单核生态模式必然向“硬件收入+内容收入+应用分成+终端广告”的多核生态模式转型，形成一个开放的、互哺的多元生态模式。

### B2B 模式

B2B 的盈利手段可分为两块：OTT 服务商向应用方（如游戏、点播、教育等）收取类似于收“过路费”或者是内容层面的分成；同时，网络视频的提供商向公司提供植入式广告等收费项目获得盈利。

1、智能视频平台及终端服务商能够参考苹果公司的模式，在上游参与对应用开发者的筛选，有助于保证应用的质量，在下游对用户进行授权，有助于打击盗版传播现象，实现从应用“开发——发布——下载使用”对整个链条的掌控，

中国视频网站收入构成



进而保护整个应用商店的整体利益，这种模式是应用分成的盈利模式长期稳定运营的保证。

2、智能视频平台及终端服务商提供系统、平台与终端的整体框架，为应用开发者提供稳定的开发环境，开发者无需考虑其开发的应用质量以外的其他问题

从而专注于高质量的应用开发，在保障开发者开发环境、应用的高品质的基础上提供给开发者较为稳定可预期的分成收入。

### **B2C 模式**

智能网络电视的 B2C 收费模式主要有两种：第一种是付费点播（Netflix，含包月模式），也就是在线观看版权节目的盈利模式，这种模式主要靠用户通过各种支付平台点播节目在线收看，从而形成比较稳定的点播收入。第二种模式叫做下载收费盈利模式，用户下载收看，包括下载到本地电脑或 MP3、手机、平板电脑等，这两种 B2C 模式，盈利增长的基础都是 OTT 用户数的增长。

### **电商模式**

视频行业与电商行业一个缺收入、一个缺流量，在整个互联网行业相互影响的情况下，双方的深度合作已经是大势所趋。视频购物、视频营销、视频植入均可尝试。

如乐视网与京东商城一起推出“网络视频购物专区”，共享热门影视剧，让用户在购物的同时，可轻松观看最新的正版热播影视剧。更重要的是，当用户在这个专区中观看热播影视剧时，只要看上剧中出现的某款商品，轻点鼠标就可以进入京东商城同款产品的购买页面直接下单。据了解，该平台获得用户的认可，流量转换订单率非常可观。乐视与电商的合作，开创了云平台下品牌营销的新模式。

---

## 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、发布给的人员。本研究报告仅为参考使用，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。综艺控股并不因收件人收到本报告而视其为综艺控股的客户。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，但综艺控股不保证其准确性或完整性。综艺控股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可能含有重大的风险，可能不易变卖以及适用所有投资者。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到汇率影响而波动。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综艺控股在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以再不发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综艺控股其他业务部门、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。综艺控股并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。综艺控股通过信息隔离墙控制综艺控股内部一个或多个领域的信息向综艺控股其他领域、单位、集团以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综艺控股高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于综艺控股投资银行收入而定，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。

若综艺控股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。本报告不构成综艺控股向发送本报告金融机构之客户提供个投资建议，综艺控股以及综艺控股的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述为金融机构之客户）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。

**未经综艺控股事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**©2014 Shanghai Zongyi Holding. All rights reserved.**

---