

买入 (首次)

8267.HK 蓝港互动

目标价: 7.00

现价: 4.20

《蜀山战纪》强势霸榜, 印证 IP 为核心的泛娱乐策略

2016年2月28日

预期升幅: 66.7%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.2.28

收盘价(港元)	4.20
总股本(亿股)	3.69
总市值(亿港元)	15.49
净资产(亿元)	10.58
总资产(亿元)	13.22
每股净资产(元)	2.87

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(千元)	678,684	587,317	1,181,624	1,388,352
同比增长(%)	31.8%	-13.5%	101.2%	17.5%
净利润(千元)	-154,582	5,718	100,753	142,279
同比增长(%)			1661.9%	41.2%
毛利率(%)	48.8%	41.4%	43.5%	43.5%
净利润率(%)	-22.8%	1.0%	8.5%	10.2%
净资产收益率(%)	-15.3%	0.6%	9.0%	11.3%
每股收益(元)	-0.42	0.01	0.29	0.40

投资要点

- **公司简介:** 蓝港互动是中国知名的网络游戏公司, 成立于 2007 年, 经历了从端游到页游再到手游的行业巨变。目前手游为主营业务, “蓝港三剑”是公司的成名作品, 而近期有名作品包括《十万个冷笑话》、《甄嬛传》、《半月传》以及《蜀山战纪》。
- **短期催化剂:** 1) 上线 3 天内就进入了 IOS 畅销榜的前 10 名, 我们预计 2 月份流水超 5000 万, 另外如果安卓收入排名与 IOS 接近, 那么月流水有望破亿。2) 《十万个冷笑话》、《甄嬛传》、《蜀山战纪》等作品的连续成功体现了公司强大的 IP 一体化运营能力。3) 电视游戏主机【战斧】预计 2016 年 3 月发布, 探索中国游戏市场的下一座金矿。4) 2016 年公司自研游戏比重上升将会改善毛利率, 同时 2016 年游戏 Pinline 值得期待。
- **长期核心竞争力:** 1) 蓝港拥有超过 400 人的研发团队及诸多成功的游戏案例, 我们认为公司的研发实力足够强大, 保证其在业内的竞争优势。同时, 我们认为公司的国际化进程以及泛娱乐发展策略进展理想。海外手游收入将是未来增长的新驱动力, 而泛娱乐领域投资的协同效应正在逐步体现, 《蜀山战纪》的影游互动仅仅是一个开始。
- **预测及估值:** 我们预测蓝港互动 2015、2016 及 2017 年收入分别为 5.87 亿人民币、11.82 亿人民币以及 13.88 亿人民币, 对应归母净利润分别为 571.8 万元、1.01 亿元以及 1.42 亿元。我们认为蓝港的国际化以及泛娱乐化的策略与行业未来发展方向相符, 公司属于趋势的推动者而非跟随者, 另外基于影游互动的属性, 我们认为估值上应该较其他纯游戏公司给予一定溢价。综上, 我们给予蓝港互动【买入评级】, 12 个月目标价 6.99 港元, 对应 2016 年 20 倍 EPS, 略高于行业 15 倍的均值。另外值得注意的是, 截止至 2015Q3 财报, 公司现金余额 8.16 亿人民币, 净资产 10.58 亿人民币, 零贷款。
- **风险提示:** 1) 新游戏的上线时间和表现存在较大不确定性, 但对公司业绩影响巨大; 2) 机游戏在中国仍处于探索阶段, 未来的发展方向不确定性较高; 3) 泛娱乐领域投资扩大有可能分散公司管理层的精力; 4) 公司股票交易量较低, 流动性风险值得注意。

相关报告

蓝港互动 (8267.HK) 2015Q2 业绩点评
蓝港互动 (8267.HK) 2015Q3 业绩点评

海外 TMT 行业研究

分析师: 杨耀波
yangyaobo@xyzq.com.cn
SFC:BEJ406
SAC: S0190516020002

目录

1、公司简介	- 3 -
1.1、公司概况	- 3 -
1.2、股权结构及管理层介绍	- 4 -
1.3、公司业务介绍	- 4 -
2、短期催化剂	- 6 -
2.1、《蜀山战纪》IOS 畅销榜前 10	- 6 -
2.2、作品连续成功，IP 一体化运营能力业内领先	- 7 -
2.3、战斧产品上线临近，探索中国主机游戏市场中的金矿	- 8 -
2.4、加强自研游戏比重，改善毛利率，游戏 Pipeline 值得期待	- 9 -
3、长期核心竞争力	- 11 -
3.1、雄厚的研发实力	- 11 -
3.2、国际化布局	- 12 -
3.3、通过投资及合作，搭建泛娱乐版图	- 12 -
4、财务分析	- 13 -
5、盈利预测及估值	- 14 -
6、行业分析	- 16 -
6.1、中国移动游戏规模世界第一	- 16 -
6.2、中国移动游戏增速放缓，但仍具有高成长性	- 17 -
6.3、中国手游的发展趋势将延续：重度化、国际化、以及 IP 改编	- 19 -
7、风险提示	- 21 -

图表

图表 1、蓝港的发展里程碑	- 3 -
图表 2、蓝港的游戏发布时间表	- 3 -
图表 3、股权结构图（5%以上及公司高管）	- 4 -
图表 4、股权结构图（假设 IPO 前和 IPO 基石一直持有至今）	- 4 -
图表 5、手游收入占比趋势图	- 5 -
图表 6、蓝港手游业务商业模式示意图	- 5 -
图表 7、蜀山战纪 IOS 畅销榜排名（时间：2016/1/26-2016/2/28）	- 6 -
图表 8、中国移动游戏产品收入季度检测（单位：万元）	- 7 -
图表 9、蓝港主要 IP	- 8 -
图表 10、斧子科技部分已签约游戏	- 9 -
图表 11、2015 年电视游戏市场中美对比	- 9 -
图表 12、自研/代理游戏收入对比	- 10 -
图表 13、毛利率趋势图	- 10 -
图表 14、蓝港互动 2016 年游戏 Pipeline	- 10 -
图表 15、蓝港研发人员数（单位：人）	- 11 -
图表 16、蓝港国际化布局	- 12 -
图表 17、蓝港互动泛娱乐领域投资	- 13 -
图表 18、蓝港互动收入（单位：千元）	- 13 -
图表 19、蓝港互动经调整净利润（单位：千元）	- 13 -
图表 22、蓝港互动游戏收入预测（单位：千元）	- 14 -
图表 23、蓝港互动盈利预测（单位：千元）	- 15 -
图表 24、同行业估值对比	- 16 -
图表 25、中国移动游戏市场规模	- 17 -
图表 26、2015 中国移动游戏市场	- 17 -
图表 27、中国移动游戏市场规模（1）	- 18 -
图表 28、中国移动游戏市场规模（2）	- 18 -
图表 29、中、日、韩、美地区游戏玩家付费行为对比	- 18 -
图表 30、2014 年每月 Top20 游戏中不同类型研发商的游戏数量	- 19 -
图表 31、中国自主研发游戏海外收入&对应收入占比	- 20 -
图表 32、国内与海外手游渠道收费对比	- 20 -
图表 33、2014 年每月 Top20 游戏中不同类型研发商的游戏数量	- 20 -
附表	- 22 -

报告正文

1、公司简介:

1.1、公司概况

蓝港互动是中国知名的网络游戏公司，成立于 2007 年，随后紧密跟着中国游戏的发展趋势，经历了从端游到页游再到手游的行业巨变。公司一直坚持“研发+发行”的发展策略，建立了自有的游戏分发平台 8864.com。在 2013 年，蓝港凭借着“蓝港三剑”《王者战魂》、《苍穹之剑》、《神之刃》奠定了公司在重度手游领域的领先地位。公司在 2015 年提出了以 IP 为中心的泛娱乐发展策略，已上线的《十万个冷笑话》和《甄嬛传》是初步实践的例子，后续推出的《半月传》、《蜀山战纪》和《白发魔女传》等手游是更深层次的 IP 合作运营。另外公司近期成立了全资子公司蓝港影视，未来的影游互动策略和 IP 统一策划将会更为有效。

图表 1、蓝港的发展里程碑

时间	事件
2007 年	蓝港互动成立
2008 年	完成 A 轮和 B 轮融资
2014 年	完成 C 轮融资； 成立蓝港亚洲控股海外子公司，成立蓝港韩国子公司 12 月 30 日在香港创业板上市
2015 年	与吴奇隆成立合资游戏公司【锋与隆】 投资参与【斧子科技】A 轮和 B+轮融资

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 2、蓝港的游戏发布时间表

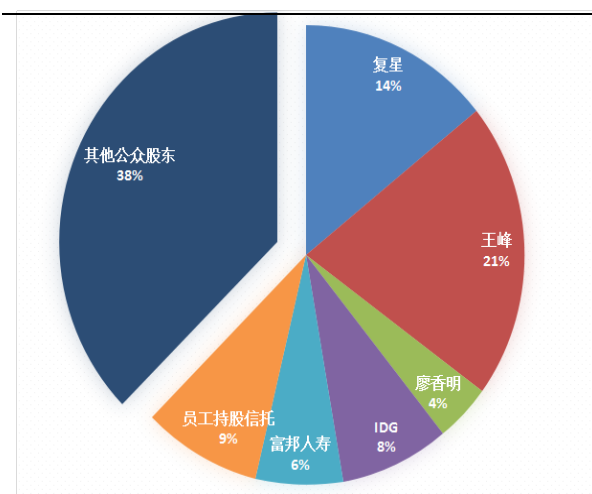
时间	游戏	类型
2007 年	《倚天剑与屠龙刀》	端游
2010 年	《西游记》中国及越南版	端游
2011 年	《飞天西游》、《佣兵天下》 8864 游戏平台上线	端游
2012 年	《黎明之光》（端游+页游）、《三国演义》	页游
2013 年	《王者战魂》、《苍穹之剑》	手游
2014 年	《神之刃》《新苍穹之剑》	手游
2015 年	《十万个冷笑话》、《我是大官人》、《英雄之剑》、《甄嬛传》、《乱弹三国志》	手游
2016 年（计划）	《半月传》、《蜀山战纪》、《雏蜂》《苍穹之剑 2》、《王者战魂 2》	手游

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

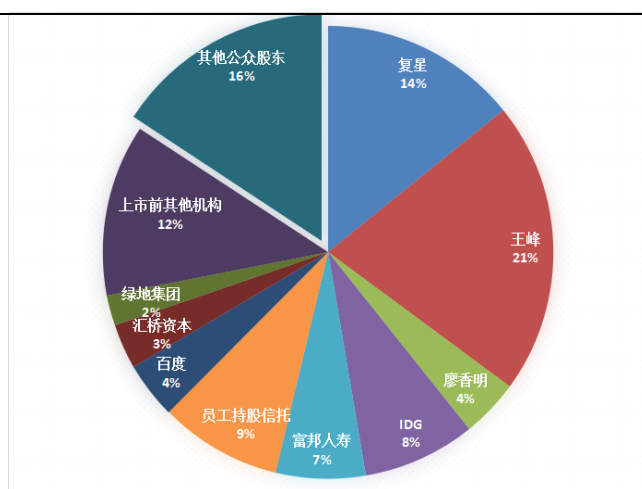
1.2、股权结构及管理层介绍

与其他海外上市的互联网公司相似，使用 VIE 的股权结构，上市公司通过全资附属公司北京蓝港在线与蓝港娱乐及相关登记股东签订连串契约安排，从而实现管理和控制蓝港娱乐并承担和享有其产生的全部风险和经济利润。招股书中已经披露中国法律顾问对合约的认可，而且大部分互联网都是采用类似的 VIE 结构。

图表 3、股权结构图（5%以上及公司高管）



图表 4、股权结构图（假设 IPO 前和 IPO 基石一直持有至今）



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

核心管理层简介：

王峰，联合创始人、董事会主席兼 CEO：主要负责制定及执行公司整体策略和产品及业务计划。王先生拥有超过 16 年互联网行业经验，曾在任金山任职 10 年，担任公司高级副总裁，历经中国游戏行业从客户端游戏、网页游戏到移动游戏三个时代，被业内称为“最有故事的游戏人”。

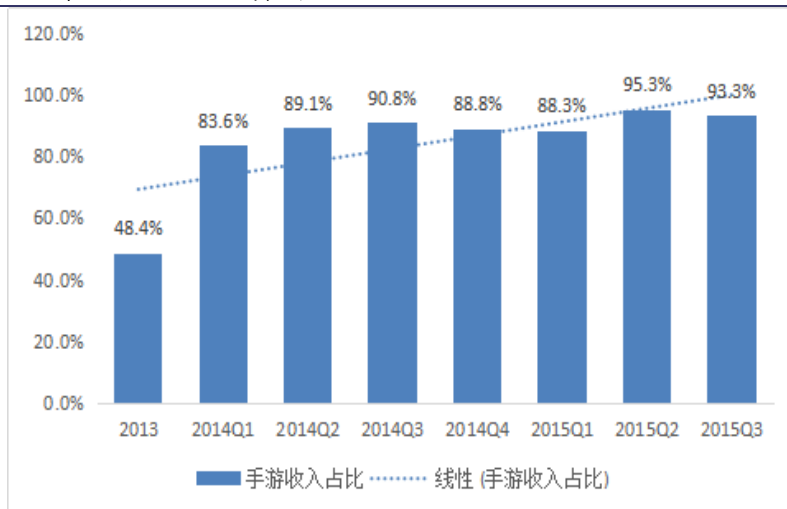
廖香明，联合创始人、公司总裁及执行董事：主要负责公司游戏的发行，以及集团人力资源、法律和业务的运营。廖女士拥有超过 14 年互联网行业经验，曾任金山公司游戏运营中心副总经理。

1.3、公司业务介绍

手游是公司目前最核心的业务，2015 年前三季度手游收入占比达 92.8%。蓝港很好的把握住中国手游市场在过去几年内的爆发式增长，公司手游收入占比从 2012 年的 0% 增长至 2015Q3 的 93.3%。2013 和 2014 年的增长主要得益

于“蓝港三剑”的火爆表现，而 2015 年的收入贡献主力是热门 IP 改编的《十
万个冷笑话》。

图表 5、手游收入占比趋势图



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

“自研+独代+发行”是蓝港手游的核心商业模式。公司以自主研发为主，通过外包自有 IP 给第三方团队来发游戏并独家代理发行，从而填补自身研发开发团队新游戏发布的空档期。所有游戏都是通过公司自有的发行团队独家发行。目前公司有 150 多个不同的分发渠道，同时拥有注册人数超过 9000 万人的自建游戏平台 8864.com。最后渠道、CP、IP 及支付都会参与游戏收入的分成，并反映在公司的净收入以及收入成本上面。不同时期的主营游戏组合会有所不同（独代或者自研为主），所以公司前期整体毛利率波动较大。

图表 6、蓝港手游业务商业模式示意图



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

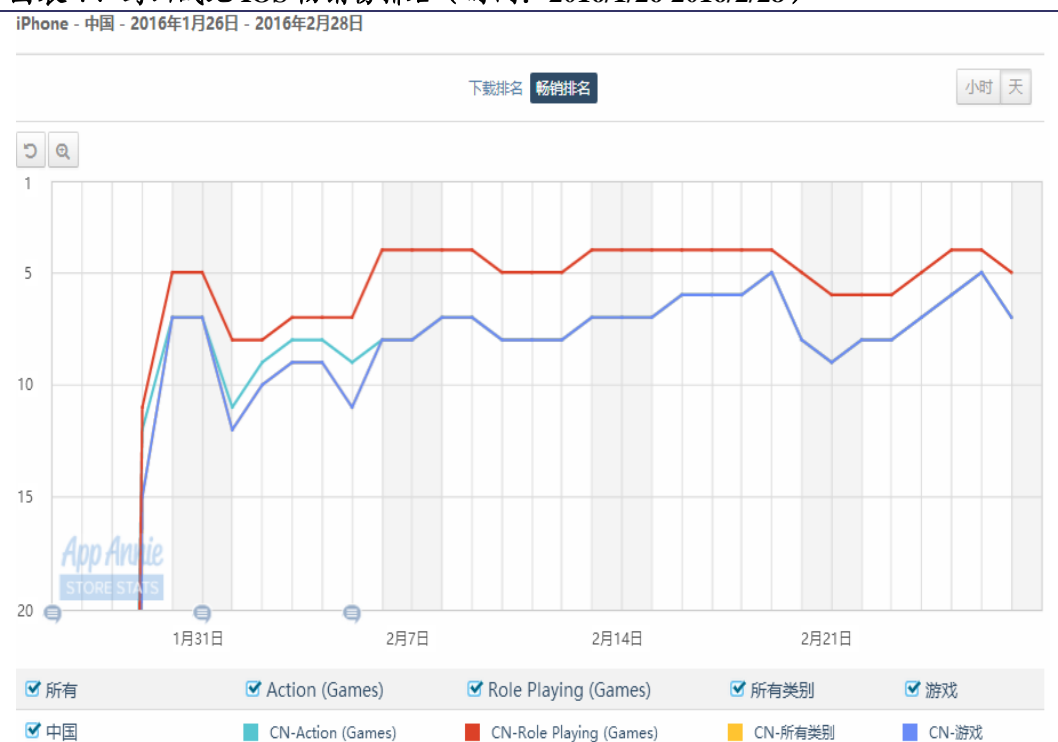
2、短期催化剂：

2.1、《蜀山战纪》IOS 畅销榜前 10

《蜀山战纪》同名手游最近表现十分抢眼，在 1 月 26 日与电视播放同步上线之后，《蜀山战纪》在 3 天内就进入了 IOS 畅销榜的前 10 名，到目前为止正好霸榜一个月，最高排名达到第五。从 GPC\CNG\DIC 联合发布的《季度移动游戏产业报告》中可以看到，全平台收入排名 8-9 之间的游戏平均月流水就超过 1 亿。在目前 IOS 的畅销榜排名下，我们保守预计游戏整体月流水在 5000 万人民币以上，如果安卓的收入排名与 IOS 接近，那么《蜀山战纪》的整体月流水更有望突破亿元大关。

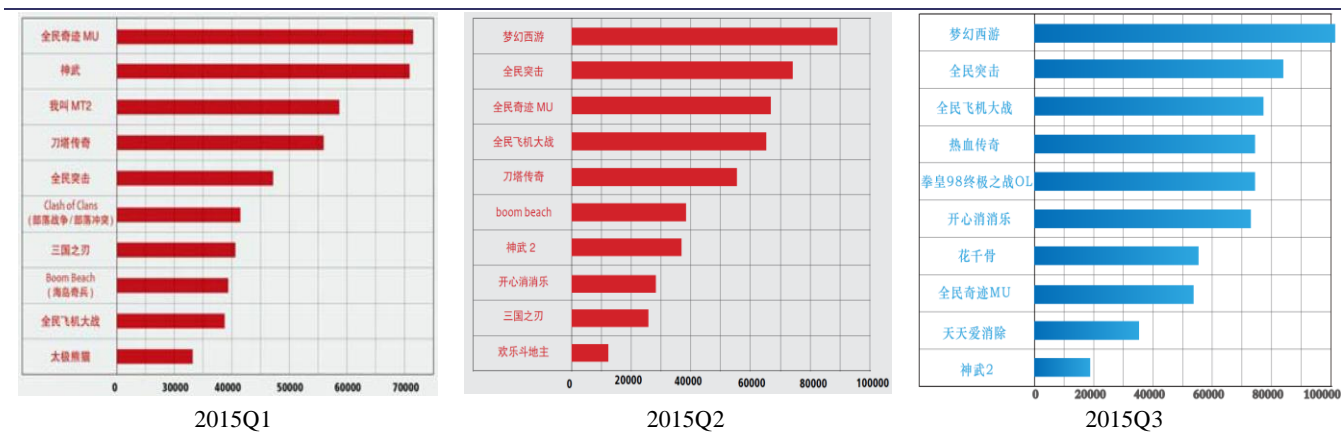
《蜀山战纪》在爱奇艺上面的播放次数已经超过 10 亿次，已经积累了相当高的人气和粉丝。随着卫视的播放与游戏进行互动，我们相信目前游戏的火热程度将会持续，游戏新服的开放速度和火爆程度也很好的反映了这点。由于《蜀山战纪》属于 MMORPG 类型，游戏的可玩性和生命周期相对的长，另外电影版的《蜀山战纪》预计将会在今年下半年推出，延续 IP 和手游的热度有很大的帮助。

图表 7、蜀山战纪 IOS 畅销榜排名（时间：2016/1/26-2016/2/28）



资料来源：Appannie、兴业证券研究所

图表 8、中国移动游戏产品收入季度检测（单位：万元）



资料来源：GPC、CNG、IDC、兴业证券研究所

2.2、作品连续成功，IP 一体化运营能力业内领先

2014 年开始 IP 成为了互联网公司疯狂追捧的资源，IP 价格也被哄抬到了空前的高度，同时大量优秀的 IP 大作也推出到市场上。但值得关注的是，并不是所有火热 IP 都取得了理想的成绩，更多的是昙花一现，短暂的变现之后过早夭折。我们认为 IP 成立的初期靠的是原创者的创造力，而后期更多靠的是运营能力，而我们看到的优秀 IP 昙花一现的现象就是运营上的失误。在各大厂家都拥有 IP 的情况下，比拼的就是 IP 运营能力。

从《十万个冷笑话》到《蜀山战纪》等成功案例来看，蓝港互动已经证明了其强大的 IP 运营能力。随着时间的推移和经验的累积，我们也看到了蓝港互动在 IP 运营方面的进步。

最初的《十万个冷笑话》是中国业内首创“生态式”以及“一体化”IP 运营案例。手游与电影在上线前同步进行一体化的线下推广，影院宣传中都印有手游下载的二维码以及蓝港互动的宣传。《十万个冷笑话》大电影也于游戏封测之日在全国电影院线上映，游戏和票房都取得了双赢的局面，票房破亿，而游戏首日留存率达到 75%，挤入 App Store 免费下载榜和畅销榜前十，全平台日活跃用户已突破 142 万，日充值收入突破 500 万元。《十冷》的 IP 运营是成功的，另外我们认为高昂的线下推广费用也是值得的，作为公司泛娱乐发展战略下的第一款作品需要足够的市场关注，同时【蓝港互动】的公司品牌也很好的让市场认识，有助于为后续 IP 的获取和推广。

近期《蜀山战纪》的盛世很好的体现了蓝港在过去多个 IP 运营中积累下来的经验。《蜀山战纪》首创先线上后卫视播放以及分季度播放的模式。《蜀山战纪》在爱奇艺经过 5 个月的分季播放积累的相当的人气后，手游与卫视播放同步上线。期间作为联合发行方的爱奇艺和安徽卫视提供了不少广告源配合手游宣传，包括覆盖全时段的创意 TVC 轮播广告，同时，安徽卫视电视台也将于

每晚 8 点开启摇一摇抢好礼，实现电视剧观众与游戏间互动。另外，预计《蜀山战纪》电影版《蜀山战纪之永世情劫》将会在今年末上线，到时候相信会再次点燃游戏以及 IP 的热度。《蜀山战纪》整个 IP 的热度和生命周期在不同产品接连推出的情况下得到了很好的延续，我们可以看到影视和拍摄和游戏的研发在立项的初期就有统一的规划，作品的成功与公司 IP 的运营能力有很大的关系。

蓝港互动另外还通过其他策略在加强其 IP 的运营能力。1) 通过与艺人（吴奇隆）合作成立合资公司，很好的锁定未来作品的 IP 获取；2) 对同一 IP 进行多次开发，在推出重度游戏之后再发行休闲类游戏来延续 IP 的热度。《哪吒快跑》和 2016 年准备推出的《大话蜀山》都是这方面的例子。

综上，我们对蓝港 IP 运营持乐观态度。从 IP 储备来看，国漫另一个代表作《雏蜂》以及电影《白发魔女传》都值得期待。我们认为除了已公布的 IP 之外，公司还有不少在谈项目，特别是美国研发团队与好莱坞电影 IP 之间的合作可能性。

图表 9、蓝港主要 IP

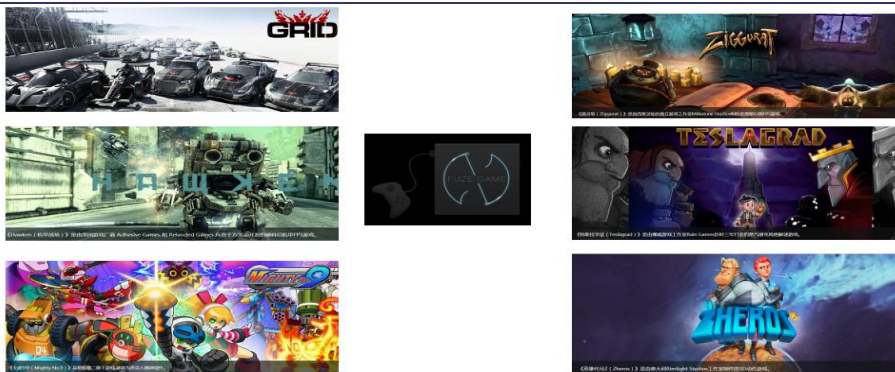
 <p>十万个冷笑话 中国网络高人气原创搞笑漫画 累计网络播放量超过 20 亿次 独家代理权</p>	 <p>雏蜂 中国超高人气漫画 在知名漫画网站总月票超过“十冷” 手游改编权、全球发行运营权</p>
 <p>后宫甄嬛传 中国最受欢迎的电视剧之一 累计网络播放量近 70 亿次 独家代理权</p>	 <p>半月传 甄嬛传专班人马打造，备受关注 将于 2015 年底播出 独家代理权</p>
 <p>白发魔女传 中国著名武侠小说 与影视明星吴奇隆合作改编</p>	 <p>蜀山战纪 中国著名武侠小说改编电视剧 电视剧由吴奇隆担任投资出品人 与吴奇隆合作改编</p>

资料来源：公司 PPT 材料

2.3、战斧产品上线临近，探索中国主机游戏市场中的金矿

斧子科技是蓝港互动最重要的投资，经过了“A 轮”和“B+轮”的投资，目前公司占股 31.92%，而斧子的估值在“B+轮”融资的时候约 1 亿美元。斧子科技的电视游戏主机【战斧】预计将会在 2016 年 3 月发布，首发游戏将超过 20 款。在软件方面，斧子科技拟与全球多个知名 3A 级开发商进行合作，其中包括日本游戏公司光荣特库摩 (KOEI)、日本顶级制作人稻船敬、挪威游戏工作室 Rain Games、英国 Codemasters 等。《英雄代号 Z》、《无敌 9 号》、《机甲战场》《超级房车赛：汽车运动》、《特斯拉学徒》、《通灵塔》等电视游戏大作有望在首发游戏中看到。价格方面，我们认为应该会低于 Xbox 和 PS4，产品主打的性价比高，在大部分游戏玩家的消费范围内。

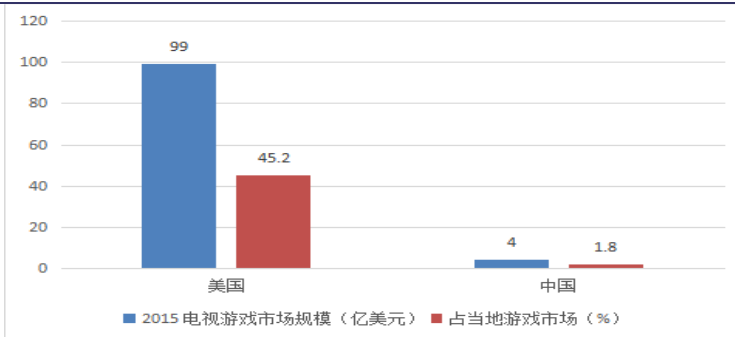
图表 10、斧子科技部分已签约游戏



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

对比中美游戏市场的收入结构，主机游戏的占比是差异化最大的。Newzoo 的数据显示，美国主机游戏(包含小量 VR 销售在内)2015 年的销售规模约 99 亿美元，占整个游戏市场的 45.2%。而中国市场主机游戏销量约 4 亿美元，占游戏市场总额只有 1.8%。我们认为国外主机游戏的市场和增量已经达到一个增长缓慢的瓶颈期，而随着中国长达 14 年的主机游戏解禁后，国内的主机市场将会迎来新的机遇。从市场潜力来看，主机游戏有望成为中国游戏市场中的下一个金矿。

图表 11、2015 年电视游戏市场中美对比

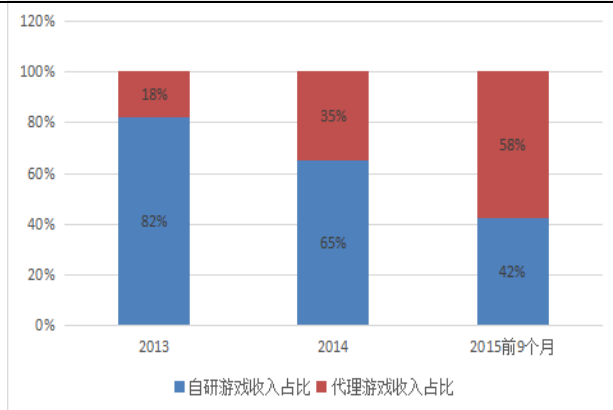


资料来源：Newzoo、兴业证券研究所

2.4、加强自研游戏比重，改善毛利率，游戏 Pipeline 值得期待

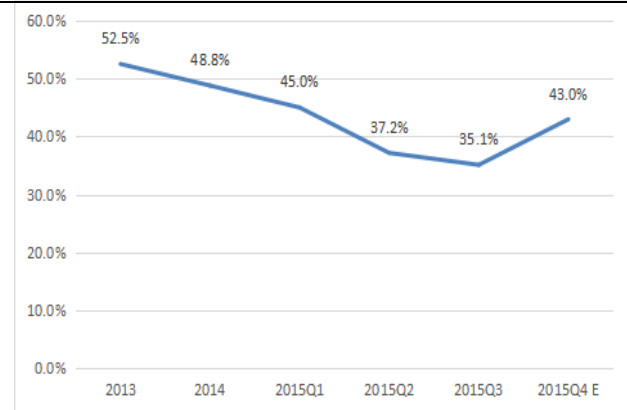
蓝港在 2015 年前三季度中毛利率下滑比较严重，主要由于代理游戏收入比重上升，特别是《十万个冷笑话》作为全年的主打游戏是属于代理游戏。代理游戏的平均毛利率在 30-35%之间，比自研的要低 10%。公司 2016 年的侧重点将会是增加自研的比重，从游戏 pipeline 中可以看到，5 款主打游戏中只有《黎明之光》是属于代理的。另外公司也在加强 IOS 方面的关注度，进一步提升整体毛利率。在双重策略下，我们预计在 2016 年的毛利率会有所回升。

图表 12、自研/代理游戏收入对比



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 13、毛利率趋势图



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 14、蓝港互动 2016 年游戏 Pipeline

游戏	类型	计划上线时间
半月传 新版	代理	2015Q1
哪吒快跑	自研	2015Q1
黎明之光	代理	2015Q2
大话蜀山	自研	2015Q2
王者战魂 2	自研	2015Q3
苍穹之剑 2	自研	2015Q4
雏峰	自研	2015Q4
海外		
Hero Crash	自研	2015Q4
Raids of Glory	代理	2015Q4
未公布	自研	2015H2
未公布	代理	2015H2

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

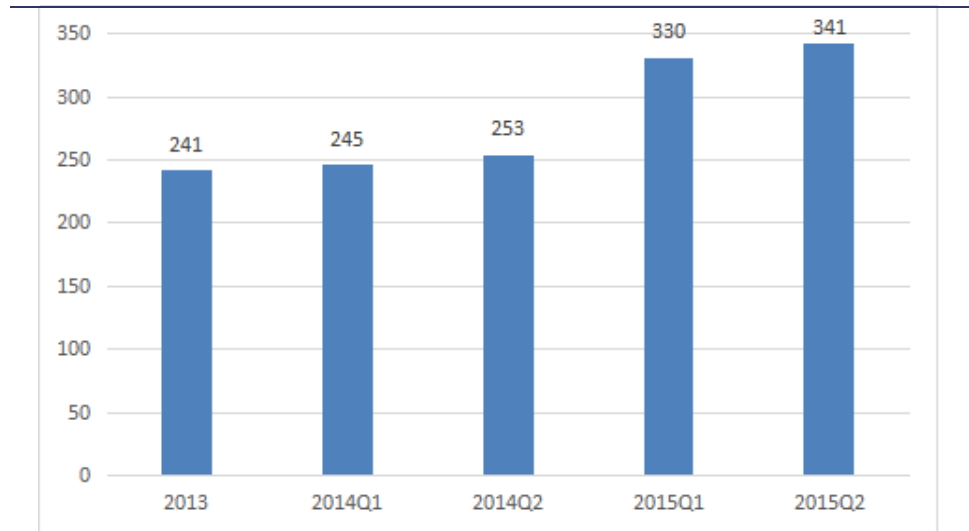
《蜀山战纪》是 2016 年的第一款主打游戏，之后预计 Q2 推出的手游版《黎明之光》和 Q3 推出的《王者战魂 2》以及 Q4 推出的《苍穹之剑 2》和《雏峰》都是值得期待。《黎明之光》的端游和网游版本都取得了非常好的成绩，有一定基础的用户和知名度，而《王者战魂 2》和《苍穹之剑 2》是前一版本的升级，预计会重新点燃这两款蓝港自研 IP 的热度。最后《雏峰》是有妖气上有名的中国原创漫画，我们预计游戏的上线会与动漫配合，体现 IP 一体化的运营。

3、长期核心竞争力:

3.1、雄厚的研发实力

蓝港互动一直秉承着以研发为核心，精品制作的理念。蓝港在端游和页游的研发中就积累了丰富的中重度游戏开发经验，过去 2 年多时间内蓝港自主研发的中重度手游都取得了不错的成绩，其中《王者战魂》、《苍穹之剑》、《英雄之剑》和《蜀山战纪》都是千万级别月流水的爆款游戏。蓝港的研发能力是经过市场验证的。

图表 15、蓝港研发人员数（单位：人）



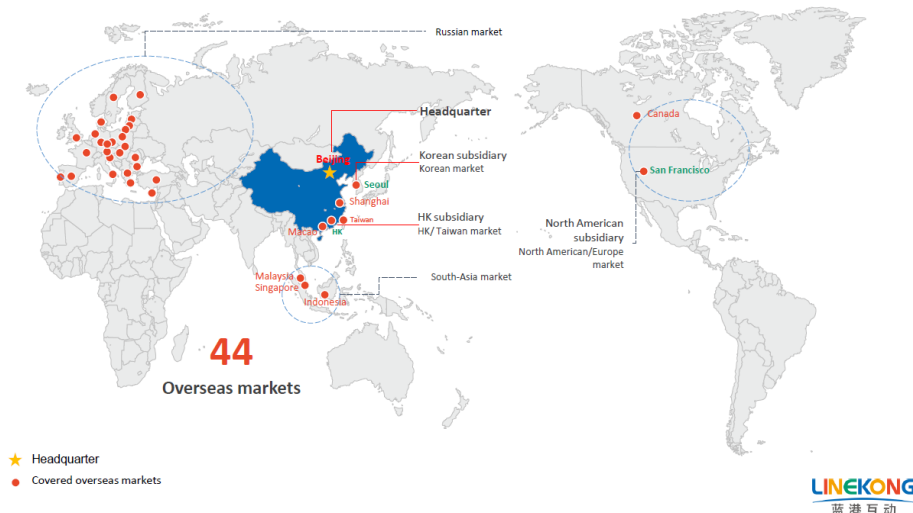
资料来源：公司资料、兴业证券研究所

2015 年是蓝港互动研发团队策略调整的一年，从原来的 6 个独立项目组合成为 2 大国内研发群外加 1 个位于美国的海外研发小组。中国研发群分为（1 群）中国画风游戏和（2 群）国际画风游戏，而海外小组将完全由于外籍的本地研发人员组成，专注于适合海外市场游戏的开发。由于策略调整的原因，导致 2015 年新游戏上线速度有所放缓，但是长远来讲此次整合将会大大的提高内部研发资源之间协同效应和整体工作效率。研发人员各自有主要开发的游戏，但是在某款新游戏上线期间可以短暂调配协助新游戏的顺利上线。蓝港在提高研发技术的同时，研发团队人员也在不断扩充，从 2013 年的 241 人上升至 2015H1 的 341 人。如果算上美国的研发团队，我们预计在 2015 年底蓝港研发人员将会超过 400 人。丰富的经验积累外加充足的人才储备，我们对于蓝港后续新游戏成功几率持乐观态度。

3.2、国际化布局

蓝港属于国内手游研发商中比较早开拓海外市场的，蓝港的布局从 2012 年成立蓝港香港开始，并在 2014 年成立蓝港韩国子公司以及 2015 年成立美国子工资。截止至 2015 年 9 月 31 日，蓝港的游戏已经在中国内地以外 48 个国家和地区发行，其中《苍穹之剑》、《英雄之剑》和《神之刃》都发布了韩文版本，《苍穹之剑》更是在上线后 24 小时登榜韩国 T-Store 免费榜第一名。另外 2015 年推出的《甄嬛传》和《十万个冷笑话》在台湾地区都取得了不错的成绩。海外业务的收入占比也随着国际化布局的进程而上升，从 2013 年的 6% 上升至 2015 前三季度的 9.2%。随着美国研发团队经过了接近一年的准备，我们预计在 2016 年会看到完全定位于西方文化市场的作品。公司的计划是美国团队发行 4 款游戏，其中两款自研和两款代理：包括以《乱弹三国志》为蓝本的弹射类自研游戏以及芬兰知名研发商 Nitro Games 代理的《Raids of Glory》。

图表 16、蓝港国际化布局



资料来源：公司 PPT 材料

3.3、通过投资及合作，搭建泛娱乐版图

蓝港互动的泛娱乐布局已经初步成型，储备了丰富的 IP 资源，其中影游互动的积累更是目前中国手游研发商中经验最多的且成绩最为出色的厂商之一。从《十万个冷笑话》到《甄嬛传》、《半月传》以及近期的《蜀山战纪》，我们可以看到公司对于 IP 一体化运营能力的提升。除了主营的游戏以外，蓝港通过投资的方式涉及到众多的泛娱乐领域。蓝港入股投资的公司包括中国第三大院线的母公司【星美控股】、票务公司【永乐票务】、游戏道具交易平台【淘手游】、上文提到的游戏主机研发商【斧子科技】、影视基金【黑蚂蚁影视基金】以及数个小型游戏研发商。另外，蓝港影视已经成立，预计在 2016 年将会开始正常运作进行影视剧的投资。投资收益以及泛娱乐构建对自身的协同效应将会在未来逐渐体现出来，目前《蜀山战纪》的成功是一个好的开始。

图表 17、蓝港互动泛娱乐领域投资

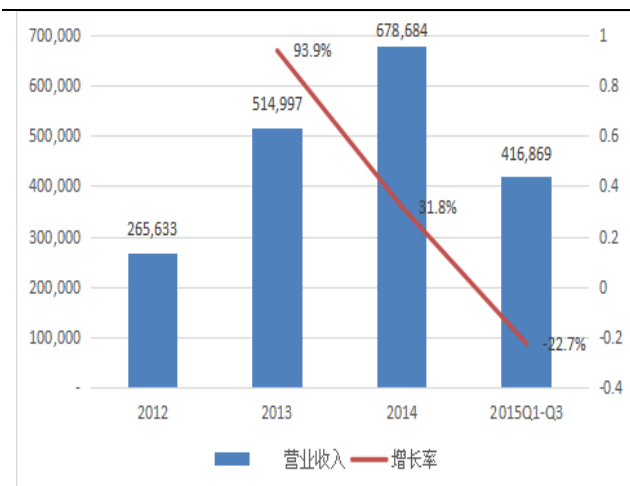
名称	日期	主营
上海纽碧软体科技	2015-2-4	游戏研发
永乐票务	2015-3-12	票务
星美控股	2015-3-12	影视
峰与隆	2015-4-13	游戏研发 【蜀山战纪】
贵州指趣【淘手游】	2015-4-13	游戏交易平台
天趣互动科技	2015-7-1	游戏研发
芥子互动娱乐	2015-6-8	游戏硬件
和和黑蚂蚁影视基金	2015-7-23	专项基金
科游迪	2015-8-6	游戏研发

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

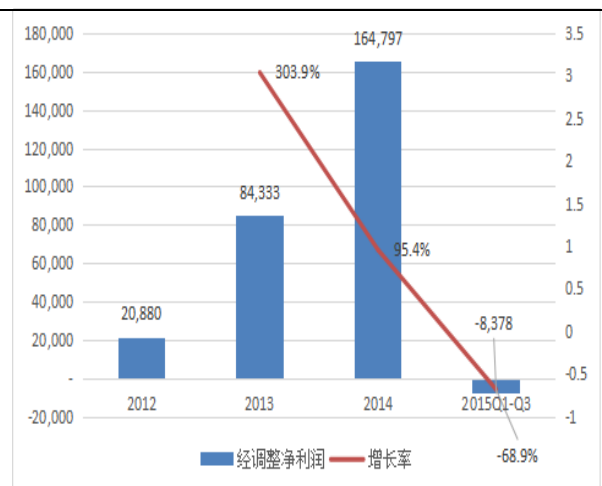
4、财务分析

蓝港互动凭借着“蓝港三剑”的连续火爆，收入从 2012-2014 年快速增长，但 2015 年开始业绩呈短期性下滑，前 9 个月收入同比下降。归属母公司利润由于优先股公允价值变动的的原因波动较大，而经调整利润趋势与收入相符。2015 年业绩下滑主要由于研发团队内部策略调整的原因导致新游戏上线放缓；同时由于《十万个冷笑话》收入占比较高且属于代理游戏，降低了整体毛利率；另外《十万个冷笑话》推广费用高达 6,000 万，进一步减少了整体利润。研发费用主要由于团队扩张所致，而管理费用由于股权部分薪酬的较少而有所下降，不算股权部分的现金开支随着行政人员的增加而有所上升。

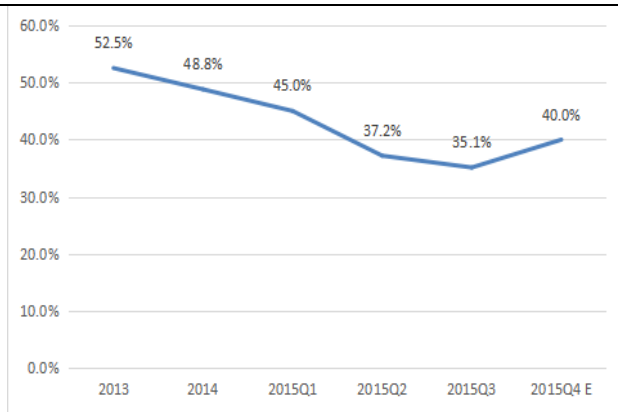
图表 18、蓝港互动收入（单位：千元）



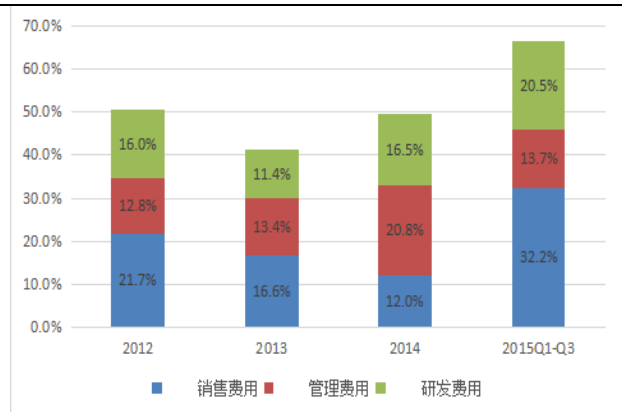
图表 19、蓝港互动经调整净利润（单位：千元）



图表 20、蓝港互动毛利率



图表 21、蓝港互动三项费用占收入比重 (%)



资料来源：公司资料、兴业证券研究所

5、盈利预测及估值

核心假设：

- 1) **游戏收入**：基于各游戏的类型和投入资源以及游戏发布的季节性因素给予每款游戏月流水的预测
- 2) **毛利率**：自研游戏 40-45%，代理游戏 30-35%
- 3) **游戏上线时间表**：根据公司给予的游戏 pipeline 指引。
- 4) **费用**：销售费用会有效控制，整体占比会有所下降。研发和管理费用预计会继续上升，预计增速在 10%-15%左右。
- 5) **税率**：15%。高新科技企业核定预计将会续期，税收优惠将会延续

图表 22、蓝港互动游戏收入预测（单位：千元）

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
自研								
《英雄之剑》	22,783	18,584	13,000	12,000	9,600	8,640	7,776	6,998
《苍空之剑》	21,680	28,076	20,000	10,000	8,000	7,200	6,480	5,832
《王者战魂》	14,378	10,839	8,000	7,000	5,600	5,040	4,536	4,082
《甄嬛传》 2015.10.13					10,000	30,000	21,000	16,800
《蜀山战纪》 2016.1.26					95,000	130,000	104,000	78,000
《半月传》 2016.1.26					-	20,000	16,000	10,000
《大话蜀山》 5月						10,000	30,000	21,000
《王者2》 8月							35,000	60,000
《苍芎2》 10月								45,000
《雏峰》 12月								10,000

海外市场						15,000	30,000	36,000
代理								
《十万个冷笑话》	8,007	104,039	45,000	35,000	30,000	24,000	19,200	15,360
《神之刃》			13,000	12,000	9,600	8,640	7,776	6,998
《黎明之光》 4月						45,000	40,500	32,400
其他游戏	46,527	26,037	16,919	12,783	11,505	10,354	9,319	8,387
游戏总收入	113,375	187,575	115,919	88,783	179,305	313,874	331,587	356,858

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

图表 23、蓝港互动盈利预测（单位：千元）

	2015E	2016E	2017E
自研游戏	246,340	902,585	1,094,835
代理游戏	264,963	239,474	261,865
其他游戏	76,014	39,565	31,652
总收入	587,317	1,181,624	1,388,352
COGS	-344,383	-667,906	-785,033
毛利	242,934	513,718	603,320
销售费用	-151,059	-166,165	-194,369
管理费用	-78,984	-94,780	-104,258
研发费用	-118,854	-142,624	-156,887
其他	102,756	7,616	8,759
总经营费用	-246,140	-395,953	-446,756
财务收入（支出）	10,430	12,202	14,542
优先股公允价值变动	0		
应占联营公司亏损	-2,284	-2,512	3,256
除税前利润	4,940	127,454	174,362
所得税	0	-19,118	-26,154
净利润	4,940	108,336	148,208
少数股东利润	-778	7,584	5,928
归属母公司利润	5,718	100,753	142,279
归母基本 EPS	0.01	0.29	0.40

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

估值:

我们预测蓝港互动 2015、2016 及 2017 年收入分别为 5.87 亿人民币、11.82 亿人民币以及 13.88 亿人民币，对应归母净利润分别为 571.8 万元、1.01 亿元以及 1.42 亿元。我们认为蓝港互动的泛娱乐版图已经基本构建完毕，后续生态圈内的协同效应将会更为明显，影游互动的成功经验将会持续应用在后续的产品当中。蓝港强大的研发能力足够支持其在业内的长期竞争力。短期内随着《蜀山战纪》的占榜时长的延伸，公司 2016Q1 的业绩会大幅提升。我们认为蓝港的国际化以及泛娱乐化的策略与行业未来发展方向相符，公司属于趋势的推动者而非跟随者，另外基于影游互动的属性，我们认为估值上应该较其他纯游戏公司给予一定溢价。综上，我们给予蓝港互动【买入评级】，12 个月目标价 6.99 港元，对应 2016 年 20 倍 EPS，略高于行业 15 倍的均值。另外值得注意的是，截止至 2015Q3 财报，公司现金余额 8.16 亿人民币，净资产 10.58 亿人民币，零贷款。

图表 24、同行业估值对比

	股价 (港元)	EPS (港元)			PE		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
IGG	3.67	0.26	0.35	0.40	14.2	10.4	9.1
联众	4.51	0.21	0.27	0.31	21.6	16.7	14.7
网龙	20.45	-0.12	-0.15	0.06	-166.3	-138.6	332.5
云游控股	11.5	-0.19	na	na	-60.5	na	na
飞鱼科技	1.99	0.09	0.09	0.18	23.1	23.1	10.8
博雅互动	2.57	0.27	0.33	0.43	9.5	7.7	6.0
除去负数的平均值					17.1	14.5	10.1
蓝港互动	4.20	0.02	0.36	0.50	264.3	12.0	8.8

资料来源：兴业证券研究所

6、行业分析:**6.1、中国移动游戏规模世界第一**

根据 Newzoo 2015 年数据显示，中国手游销售规模在 2015 年首次超越美国和日本，成为世界上手游规模最大的国家。中国手游 2015 年规模同比增长 46.5% 至 65.3 亿美金（约 425 亿人民币），占全球 21.7% 市场份额。中国、美国和日本是全球手游市场最为重要的三个国家，占据了全球超过 60% 的销售份额，但是日本和美国已经进入成熟阶段（也包括欧洲和澳洲等发达地区），手游增速已经下滑至 10% 左右。而中国预计仍将会保持较高增速，市场规模将进一步抛开美国和日本。

图表 25、中国移动游戏市场规模

收入排名	国家	2015 收入 (百万美元)	全球收入占比	14/15 年增长率
1	中国	6,530	21.70%	47%
2	日本	6,180	20.6%	6%
3	美国	6,020	20.0%	15%
4	韩国	1,850	6.2%	9%
5	英国	1,010	3.4%	11%
6	德国	820	2.7%	13%
7	法国	520	1.7%	11%
8	澳大利亚	520	1.7%	11%
9	加拿大	510	1.7%	14%
10	台湾	480	1.6%	51%
总		24,440	81.30%	

资料来源: Newzoo、兴业证券研究所

6.2、中国移动游戏增速放缓，但仍具有高成长性

中国移动游戏市场增速随着智能手机逐步平民化之后开始下滑是一个不争的事实，但是我们认为手游增速下滑的情况并没有市场想象的那么悲观。目前手游行业仍然是持续增长的朝阳行业，而且增速并不慢。特别是在与在当前中国以及全球的经济增速的对比之下，中国移动游戏市场的高成长性尤其明显。

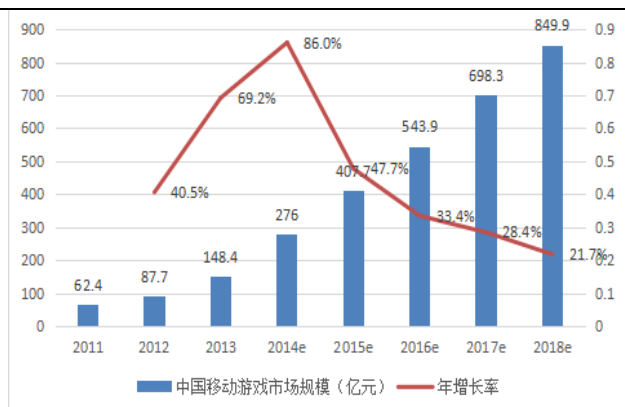
图表 26、2015 中国移动游戏市场

研究机构	2015 年移动游戏规模	14/15 增速
Newzoo	425 亿元	47.7%
艾瑞咨询	408 亿元	46.5%
中国音数协游戏工委 (GPC)、伽马数据 (CNG)、国际数据公司 (IDC)	515 亿元	87.2%
平均值	449 亿元	60.5%

资料来源: Newzoo、艾瑞咨询、GPC、CNG、IDC、兴业证券研究所

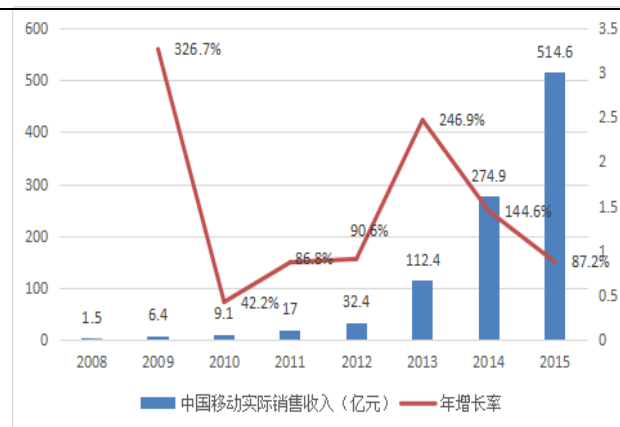
通过对比不同数据机构发布的数据，我们认为 2015 年中国移动游戏市场的规模大概在 500 亿人民币左右，增速应该在 50% 以上，预计未来 3 年 CAGR 能保持 30% 左右。从数据准确度来看，我们认为艾瑞咨询和联合 GPC、CNG 及 IDC 发布的报告（简称：“联合发布”）会更高一些，因为是中国本地的企业，能更好的把握中国安卓市场上千个平台的整体情况。另外，艾瑞咨询 2015 的手游报告数据仍然是沿用 2014 年发布的数据，所以相对的“联合发布”的数据应该会更为准确。还有一点值得注意的地方，艾瑞咨询与联合发布的 2014 年数据比较接近，但是 2015 年联合发布给出的 515 亿市场规模远大于艾瑞当时预测的 407 亿元，这或许是实际增速下滑慢于预期的体现。

图表 27、中国移动游戏市场规模 (1)



资料来源: 艾瑞咨询、兴业证券研究所

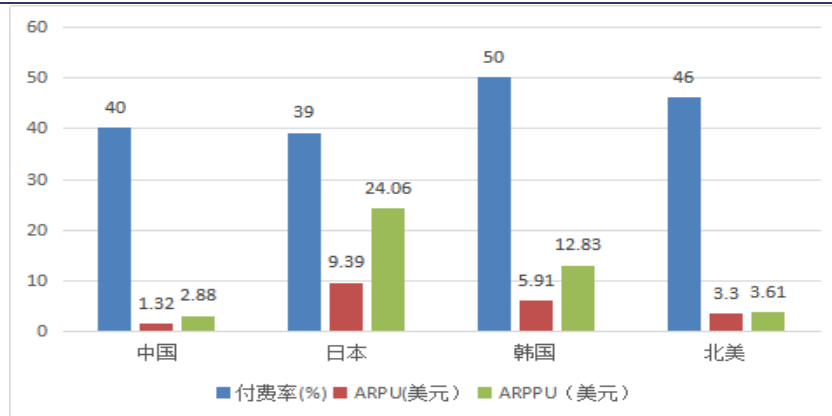
图表 28、中国移动游戏市场规模 (2)



资料来源: GPC、CNG、IDC、兴业证券研究所

另一方面,我们认为中国移动游戏未来的增长是来自于付费玩家数和玩家质量的提升。对比中国和北美以及日本的用户付费行为,美国咨询机构 EEDAR 针对 2015 年全球手游市场的报告显示,中国移动游戏玩家付费率是 40%,略高于日本的 39%,但低于北美和韩国的 50%和 46%。ARPU 值和 ARPPU 值方面,中国 1.32 和 2.88 美元,北美 3.3 和 6.61 美元,日本 9.39 和 24.06 美元,韩国 5.91 和 12.83 美元。中国的 ARPU 值和 ARPPU 值不足美国的一半;另外从玩家属性来看,中国玩家与日本和韩国玩家更为相识,所以我们认为中国的 ARPU 值和 ARPPU 值未来还能翻几倍,继续推动中国移动游戏市场的高速增长。

图表 29、中、日、韩、美地区游戏玩家付费行为对比

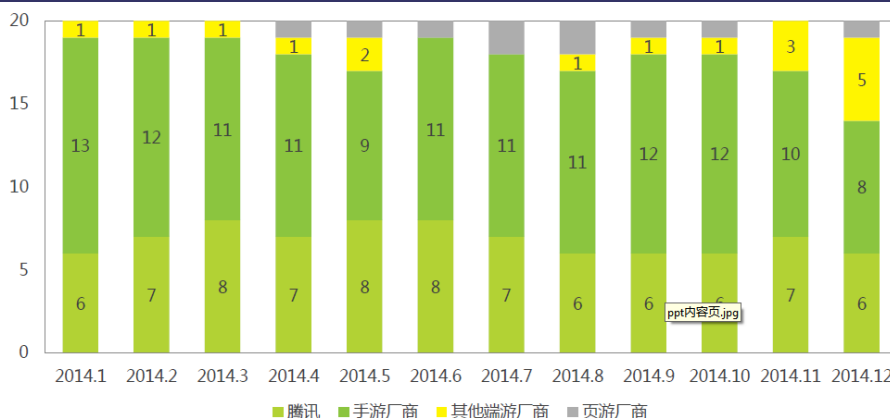


资料来源: EEDAR, 兴业证券研究所

6.3、中国手游的发展趋势将延续：重度化、国际化、以及 IP 改编

重度化：2014 年开始，中国移动游戏行业慢慢走向重度化发展，2015 年 12 月 IOS 畅销榜前 10 排名中只剩《全民飞机大战》一款休闲游戏，其余的都是中度和重度游戏。我们认为这主要是由于智能手机硬件升级和端游厂家纷纷进入手游领域所带动起来的。以网易、盛大游戏、完美世界等为代表的传统端游厂商很好的利用过去积累的研发资源，通过画面更精美、世界观更大、层次更深的重度手游来吸引玩家，并且成功的抢夺了越来越多的市场份额。我们预计中国手游会经历端游及页游类似的历史，游戏继续趋向重度化的同时会大大提高研发费用和行业的进入门槛，小研发商的生存空间会逐渐被压缩。

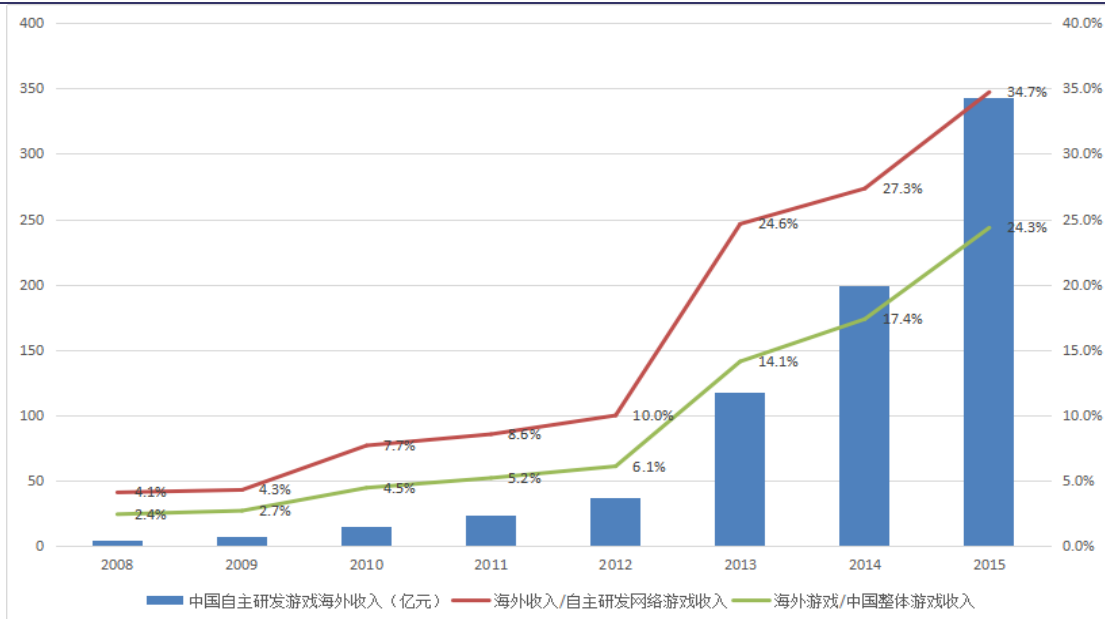
图表 30、2014 年每月 Top20 游戏中不同类型研发商的游戏数量



资料来源：艾瑞咨询，兴业证券研究所

国际化：上面已经提到端游的进入，使得中国手游市场已经从原来的蓝海市场变成了红海市场，竞争十分激烈，游戏同质化严重，所以不少手游研发厂商已经瞄准海外市场。中国游戏产业报告显示，2015 年中国网络游戏海外市场销售收入达到 53.1 亿美元，同比增长 72.4%，增速远高于中国游戏市场 22.9% 的增长率。另外，海外市场的发行渠道更少和渠道提成更低更透明也是国内研发商选择海外市场的重要原因。海外市场中只有 IOS 和 Google Play 两个最为主流的发行渠道（市场份额接近 99%），同时渠道提成统一为 30%；反观国内有上千个安卓发行渠道，渠道提成更是需要每个游戏每个渠道单独进行谈判，但普遍分成比率都在 50% 左右。由于渠道众多，渠道和研发商之间出现了整合资源的发行商，进一步减少了研发商的利润。目前如腾讯、网易、中国手游、蓝港互动等有实力的研发商已经在韩国、日本及美国等地区成立分公司和研发团队，中国手游研发商走出去的步伐将会继续。

图表 31、中国自主研发游戏海外收入&对应收入占比



资料来源: GPC、CNG、IDC、兴业证券研究所

图表 32、国内与海外手游渠道收费对比

	ISO 平台	安卓平台
海外	苹果独家, 30%	Google Play 独家, 30%
国内	苹果独家, 30%	超过 1000 个渠道 40%-70%不等

资料来源: Google Play、Apple、其他发行渠道商、兴业证券研究所

IP+手游: IP 在近年泛娱乐产业中呈现持续性的爆发, IP 改编的手游也不断涌现, 各大游戏厂商都纷纷加入了获取 IP 的浪潮之中。从 2015 年下半年游戏发行的情况来看, 大部分游戏都带有了 IP 的属性, 而 IP 基本成为了一款爆款手游的必备特征之一。

图表 33、2014 年每月 Top20 游戏中不同类型研发商的游戏数量

IP 类型	手游代表作
端游 IP	《梦幻西游》、《大话西游》、《拳王 OL》、《热血传奇》、《穿越火线》
漫画 IP	《火影忍者》、《海贼王 启航》、《死神-斩之灵》、《圣斗士星矢》
电影 IP	《功夫熊猫》、《钢铁侠》、《神偷奶爸: 小黄人快跑》、《寻龙诀》
影视剧 IP	《花千骨》、《琅琊榜》、《云中歌》、《蜀山战纪》
文学 IP	《星辰变》、《莽荒记》、《苍穹变》
明星 IP	《范冰冰魔法院》

资料来源: Appannie, 兴业证券研究所

7、风险提示:

- 1) 新游戏的上线时间以及能否够受市场欢迎存在较大不确定性，导致最终公司收入与利润的可预测性较低。
- 2) 目前电视主机游戏的玩家较少，主机游戏在中国仍处于探索阶段，未来的发展方向不确定性较高
- 3) 公司已公布的还未被使用的储备 IP 较少，后续补充 IP 储备的速度可能不及竞争对手
- 4) 泛娱乐领域投资扩大有可能分散公司管理层的精力，导致主营游戏业务关注度下降及业绩下滑。
- 5) 目前公司股票交易量较低，流动性风险值得注意

附表:

资产负债表					现金流量表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产:					除税前(亏损)/溢利	-151,947	4,940	127,454	174,362
贸易应收款项	62,829	124,360	241,188	283,484	营运资本变动前现金流	135,310	57,111	182,543	194,694
预付款项及其他应	51,917	37,523	75,493	88,700	(增加)/减少应收账款	-20,431	-61,531	-116,828	-42,296
可供出售金融资产		7,964			预付款项及其他应收款	-21,269	17,873	-39,620	-13,782
现金及现金等价物	1,086,532	813,442	969,462	1,111,075	债权人款项及其他应付	21,646	-27,106	116,828	42,296
流动资产合计:	1,201,278	983,290	1,286,143	1,483,259	递延收益	217	-16,878	49,104	10,505
					已付所得税	-11,844	-3,769	-9,559	-22,564
非流动资产:					经营活动现金流量净额	103,629	-34,300	182,467	168,854
物业、厂房及设备	11,367	10,451	5,005	5,156	购买物业、厂房及设备	-8,962	-9,534	-10,011	-10,311
无形资产	37,127	60,631	77,068	93,998	购买无形资产	-10,908	-15,654	-16,437	-16,930
合营企业的投资		160,847	158,335	161,591	处置物业、厂房及设备	61	-	-	-
递延所得税	5,358	5,358	5,358	5,358	购买可换股票据	-	-30,767	-	-
预付款项及其他应	5,110	1,631	3,282	3,857	支付合营投资现金对价	-	-132,084	-	-
非流动资产合计:	58,962	238,918	249,049	269,959	购买可供出售金融资产	-	-72,464	-	-
					购买金融资产-投资活动	-	-53,796	-	-
总资产	1,260,240	1,222,208	1,535,191	1,753,218	出售金融资产所得款	-	88,776	-	-
					投资收回	1,890	821	-	-
流动负债:					对第三方的贷款	-	-10,000	-	-
贸易及其他应付款	151,466	124,360	241,188	283,484	处置无形资产所得款	-	2,000	-	-
应付所得税	3,769	-	9,559	13,150	投资活动现金流量净额	17,279	-232,702	-26,447	-27,241
递延收益	88,661	71,783	144,421	169,688	发行可换股优先股	306,906	-	-	-
流动负债合计:	243,896	196,144	395,168	466,321	普通股面值缴款项	15	-	-	-
非流动负债:					首次公开发行所得款项	572,059	-	-	-
递延收益	9,048				首次公开发行交易成本	-24,436	-6,087	-	-
非流动负债合计	9,048	13,051	26,258	30,852	发行受限制股份所得款	6	-	-	-
总负债	252,944	13,051	26,258	30,852	可换股优先股发行成本	-300	-	-	-
股东权益:					筹资活动现金流量净额	854,250	-6,087	-	-
普通股股本	59	59	59	59	现金增加额	975,158	-273,090	156,020	141,613
股本溢价	1,726,828	1,726,826	1,726,826	1,726,826	期初现金余额	111,777	1,086,532	813,442	969,462
股本-受限制股份单	-6	-4	-4	-4	汇率变动对现金的影响	-403	-	-	-
储备	206,182	206,182	206,182	206,182	期末现金余额	1,086,532	813,442	969,462	1,111,075
累计亏损	-925,746	-920,028	-819,275	-676,995					
归属母公司股东权	1,007,317	1,013,035	1,113,788	1,256,068	财务比率				
少数股东权益	-21	-23	-23	-23	利润率				
股东权益合计	1,007,296	1,013,012	1,113,765	1,256,045	毛利率	48.8%	41.4%	43.5%	43.5%
总负债及总权益	1,260,240	1,222,208	1,535,191	1,753,218	EBIT 利润率	-22.7%	-0.9%	9.8%	11.5%
					净利率	-22.8%	1.0%	8.5%	10.2%
利润表					营运资金				
总收入	678,684	587,317	1,181,624	1,388,352	应收周转天	23	23	23	23
COGS	-347,359	-344,383	-667,906	-785,033	应付周转天	130	130	130	130
毛利	331,325	242,934	513,718	603,320	回报率				
					资产回报率 (ROA)	-20.5%	0.5%	7.3%	8.7%
销售费用	-81,252	-151,059	-166,165	-194,369	净资产回报率 (ROE)	-94.8%	0.6%	9.5%	12.0%
管理费用	-141,389	-78,984	-94,780	-104,258	流动性				
研发费用	-112,290	-118,854	-142,624	-156,887	流动比率	4.9	5.0	3.3	3.2
其他	6,347	102,756	7,616	8,759	速动比率	4.9	5.0	3.3	3.2
总经营费用	-328,584	-246,140	-395,953	-446,756	估值				
财务收入(支出)	2,261	10,430	12,202	14,542	市盈率	-8.5	265.3	12.1	8.8
优先股公允价值变动	-156,949	0							
应占联营公司亏损		-2,284	-2,512	3,256					
除税前利润	-151,947	4,940	127,454	174,362					
所得税	-2,636	0	-19,118	-26,154					
净利润利润	-154,583	4,940	108,336	148,208					
少数股东利润	-1	-778	7,584	5,928					
归属母公司利润	-154,582	5,718	100,753	142,280					
归母基本 EPS	-0.42	0.01	0.29	0.40					

资料来源: 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			

地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

海外销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

私募及企业客户负责人

刘俊文 021-38565559 liujw@xyzq.com.cn

私募销售经理

姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn

地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955

香港及海外市场

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934 年美国《证券交易所》第 15a-b 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。