

买入 (维持)

8267.HK 蓝港互动

目标价: 6.00 港元

现价: 4.19 港元

收入及毛利率双增长, 期待暑期档新作表现

2016年5月14日

预期升幅: 43.2%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2016.5.14

收盘价(港元)	4.13
总股本(亿股)	3.69
总市值(亿港元)	15.23
净资产(亿元)	10.70
总资产(亿元)	12.86
每股净资产(元)	2.90

数据来源: Wind

会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(千元)	540,828	979,062	1,148,279	1,356,389
同比增长(%)	-20.3%	81.0%	17.3%	18.1%
净利润(千元)	-51,911	81,102	113,202	161,246
同比增长(%)	-66.4%	-256.2%	39.6%	42.4%
毛利率(%)	40.1%	50.3%	50.6%	50.7%
净利润率(%)	-9.6%	8.3%	9.9%	11.9%
净资产收益率(%)	-4.8%	7.0%	9.0%	11.3%
每股收益(元)	-0.15	0.24	0.32	0.46
市盈率	-23.2	14.3	10.6	7.4

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

相关报告

蓝港互动(8267.HK)深度报告-《蜀山战纪》强势霸榜, 印证IP为核心的泛娱乐策略
 蓝港互动(8267.HK)跟踪报告-《蜀山战纪》保持强势, 16年业绩开始反转

海外 TMT 行业研究

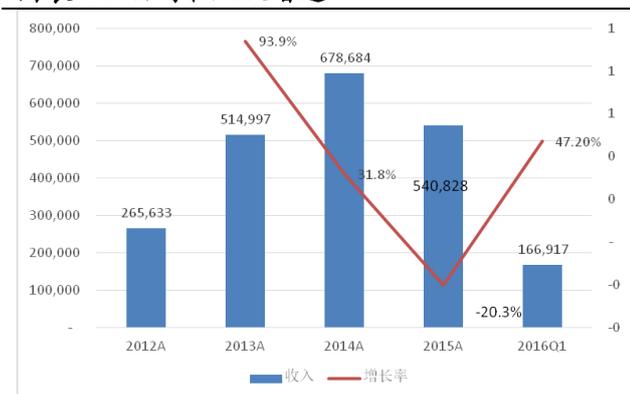
分析师: 杨耀波
 yangyaobo@xyzq.com.cn
 SFC:BEJ406
 SAC: S0190516020002

- **我们的观点:** 自研游戏《蜀山战纪》在 2、3 月份的强劲表现带动公司收入高速增长, 同时由于其 IOS 收入占比高于过往其他游戏, 进一步提升公司整体毛利率。我们认为《蜀山战纪》在 Q1 的总流水超过 1 亿元, 但是由于虚拟道具的使用时长是 30-90 天不等, 导致最终收入确认与游戏流水有一定的时间差, 所以 Q1 只有约一半左右的流水确认为收入。《蜀山战纪》在 4、5 月份的表现低于预期, 我们预计其 Q2 流水在 3000 万左右, 下半年约 2000 万左右。目前来看, 新游戏的进度如期进行,《大话蜀山》、《黎明之光》、《王者 2》、《苍穹 2》以及外海游戏也将在 Q2 末和 Q3 中上线。我们对公司后续新游戏持乐观态度, 继续维持原来的短期催化剂+长期核心竞争力的推荐逻辑。短期催化剂包括: 1) 业绩反转; 2) 新游戏上线; 3) 毛利率提升; 4) 战斧 F1 发货; 5) 影视作品开拍。长期核心竞争力在于蓝港自身强大的内容研发能力和 IP 运营能力, 以及国际化和泛娱乐化的布局和协同。
- **盈利预测及估值:** 我们预测公司 2016、2017 和 2018 年归母净利润分别为 8110 万、1.11 亿元以及 1.60 亿元。维持蓝港互动【买入评级】, 给予 12 个月目标价 6.00 港元, 对应 2016 年 20 倍 EPS。
- **风险提示:** 新游戏、影视业务、主机销量可能不及预期。

报告正文

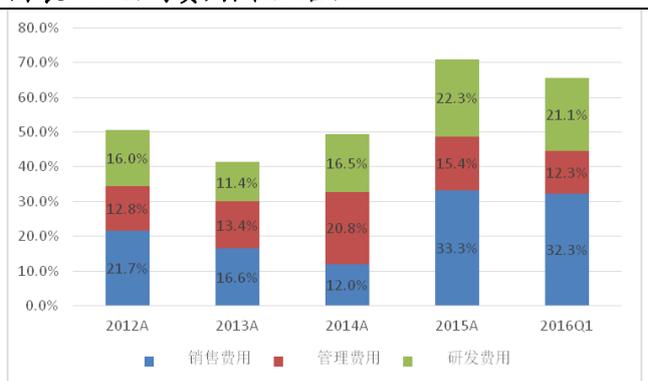
- 我们的观点：**自研游戏《蜀山战纪》在 2、3 月份的强劲表现带动公司收入高速增长，同时由于其 IOS 收入占比高于过往其他游戏，进一步提升公司整体毛利率。我们认为《蜀山战纪》在 Q1 的总流水超过 1 亿元，但是由于虚拟道具的使用时长是 30-90 天不等，导致最终收入确认与游戏流水有一定的时间差，所以 Q1 只有约一半左右的流水确认为收入。《蜀山战纪》在 4、5 月份的表现低于预期，我们预计其 Q2 流水在 3000 万左右，下半年约 2000 万左右。目前来看，新游戏的进度如期进行，《大话蜀山》、《黎明之光》、《王者 2》、《苍穹 2》以及外海游戏也将在 Q2 末和 Q3 中上线。我们对公司后续新游戏持乐观态度，继续维持原来的短期催化剂+长期核心竞争力的推荐逻辑。短期催化剂包括：1) 业绩反转；2) 新游戏上线；3) 毛利率提升；4) 战斧 F1 发货；5) 影视作品开拍。长期核心竞争力在于蓝港自身强大的内容研发能力和 IP 运营能力，以及国际化和泛娱乐化的布局和协同。
- 业绩概要：**公司 2016Q1 总收入 1.67 亿元，同比增长 47.2%。毛利率同比增加 448bps 至 49.5%。销售费用得到了有效控制，同比下降 17.6%；管理费用由于股权为基础的费用较少，同比下降 10.3%；研发费用由于人员的增加，同比增长 8.9%。公司第一季度净亏损 727 万元，亏损同比下降 86.9%；经调整利润 335.9 万元，而去年同期为亏损 2331.6 万元。公司不建议派发股息。

图表 1、公司收入及增速



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图表 2、公司费用/收入占比



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- 收入确认时长超预期导致《蜀山战纪》Q1 收入贡献低于预期：**《蜀山战纪》2 月和 3 月的表现十分抢眼，在中国 IOS 畅销榜排名 6-15 之间，同时也带动蓝港互动也进入中国发行商收入前 5。我们认为《蜀山战纪》在第一季度的总流水超过 1 亿元，但是由于虚拟道具的使用时长是 30-90 天不等，导致最

终收入确认与游戏流水有一定的时间差。我们预计 Q1 当中《蜀山战纪》的流水确认了大概 50%左右，剩下的将会在 Q2 进行确认。《蜀山战纪》流水在 3 月份达到峰值之后出现了明显的下滑，而且下滑速度比我们预期要快。目前 IOS 的畅销榜排名仍在 100 名以内，我们认为已经属于相对稳定的区间；而安卓平台因为没有数据，较难预测。整体来看，我们预计《蜀山战纪》在下半年的平均月流水预计仍能保持在千万级别，但是由于下降速度快于预期，我们对其收入贡献预期进行了向下调整。

图表 3、2 月 IOS 发行商收入排名

图表 4、3 月 IOS 发行商收入排名

商店: iOS 国家: 中国 月: 2016年2月

#	收入排行	变动	总部	应用
1	Tencent (腾讯)	=	中国	255
2	NetEase (网易)	=	中国	198
3	LineKong (蓝港在线)	▲30	中国	12
4	Snail Games (游戏蜗牛)	▼1	中国	23
5	Baidu (百度)	▲4	中国	166
6	Supercell	▼2	芬兰	4
7	Elex Technology (智明星通)	=	中国	33
8	KingNet (恺英网络)	=	中国	22
9	Happy Elements (乐元互动)	▼3	中国	33
10	Duoyi (多益网络)	▼5	中国	12

来源: App Annie Intelligence

商店: iOS 国家: 中国 月: 2016年3月

#	收入排行	变动	总部	应用
1	Tencent (腾讯)	=	中国	257
2	NetEase (网易)	=	中国	204
3	Supercell	▲3	芬兰	4
4	Baidu (百度)	▲1	中国	173
5	Snail Games (游戏蜗牛)	▼1	中国	25
6	LineKong (蓝港在线)	▼3	中国	12
7	Zilong (紫龙互娱)	新公司	中国	1
8	Happy Elements (乐元互动)	▲1	中国	34
9	KingNet (恺英网络)	▼1	中国	21
10	Perfect World (完美世界)	▲9	中国	42

来源: App Annie Intelligence

资料来源: Appannie, 兴业证券研究所

资料来源: Appannie, 兴业证券研究所

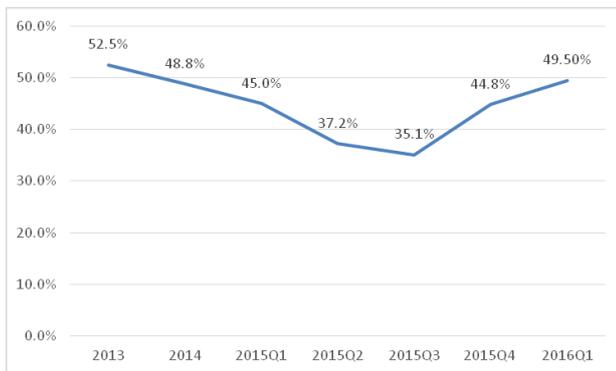
图表 5、《蜀山战纪》IOS 畅销榜历史排名



资料来源: Appannie, 兴业证券研究所

- **自研游戏和 IOS 收入占比提升，毛利率持上升趋势：**2016Q1 毛利率从去年 Q4 的 44.8%以及去年同期的 45%上升至 49.5%。整体毛利率的提升主要是因为自研游戏《蜀山战纪》的收入占比提升，同时其 IOS 收入占比也高于其他游戏。在双重利好下，整体毛利率延续着上升的趋势。我们认为整体毛利率在后续的几个季度仍有提升空间，有望上升至 50%或更高的水平，因为从游戏 pipeline 中可以看到，是以自研游戏为主，只有《黎明之光》是属于代理的大作。另外，自研的海外游戏毛利率约 70%，也会对整体毛利率由提升作用。

图表 6、公司毛利率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图表 7、公司 2016 年游戏 Pipeline

游戏	类型	计划上线时间
黎明之光	代理	2016Q2
大话蜀山	自研	2016Q2 (公测已经开始)
王者战魂 2	自研	2016Q3
苍穹之剑 2	自研	2016Q4
雏峰	自研	2016Q4
捉妖记	自研	2016Q4
萌萌半月传	自研	未定
Alpha Girl	自研	未定
海外		
Hero Crash	自研	2016Q4
Raids of Glory	代理	2016Q4
未公布	自研	2016H2
未公布	代理	2016H2

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **斧子科技的主机游戏【战斧 F1】成功发布：**公司占股 32%的斧子科技在 5 月 10 日发布了第一款游戏主机【战斧 F1】分为基础、高级以及 VR 工程版本，分别售价是 899 元、1499 元和 1100 元，发货日期为今年 6 月 1 日。发布会中公布了接近 70 款已签约游戏，其中包括《真*三国无双 7》、《刺客信条编年史》和《无敌 9 号》等国际 3A 级大作。同时公司宣布了与乐视和熊猫 TV 的合作，在主机当中可以直接观看乐视上的视频以及熊猫 TV 上多个频道。从硬件方面来看，并不是十分抢眼，具体性能仍需要等待产品上线后的测评报告来进一步评估。战斧 F1 作为中国首个自主研发的游戏主机，在盈利模式上与 Xbox 及 PS 有一定区别，我们认为游戏更多的会以免费的形式提供，但是在游戏内容中通过虚拟物品和增值服务变现，更为符合当前中国游戏玩家的付费习惯。主机游戏在中国才刚刚放开，渗透率不足 1%，我们认为未有很大的发展潜力。
- **盈利预测及估值：**根据最新各游戏的排名以及用户数据，对 2016 年各项游戏收入预测进行了调整，主要下调了蜀山战纪的收入预测。自研游戏的毛利率

略微上调了，以反映其 IOS 收入占比上升的趋势。蓝港影业的收入存在较大不确定性，目前没有进行收入预测。我们预测蓝港互动 2016、2017 和 2018 年收入分别为 9.79 亿人民币、11.48 亿人民币以及 13.56 亿人民币，对应归母净利润分别为 8110 万、1.11 亿元以及 1.60 亿元。维持蓝港互动【买入评级】，给予 12 个月目标价 6.00 港元，对应 2016 年 20 倍 EPS。

图表 8、蓝港互动盈利预测（单位：千元）

	原盈利预测			新盈利预测		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
自研游戏	930,585	1,128,799	1,354,559	716,629	869,271	1,043,125
代理游戏	236,046	258,116	296,834	235,305	257,307	295,903
其他游戏	24,782	19,826	15,861	27,128	21,702	17,362
总收入	1,191,413	1,406,742	1,667,254	979,062	1,148,279	1,356,389
COGS	-656,553	-762,682	-890,112	-486,283	-567,102	-668,688
毛利	534,860	644,060	777,142	492,779	581,178	687,702
销售费用	-196,265	-215,892	-248,276	-196,265	-215,892	-248,276
管理费用	-91,546	-100,701	-110,771	-91,546	-100,701	-110,771
研发费用	-132,618	-145,880	-160,468	-132,618	-145,880	-160,468
其他	7,299	8,394	9,653	25,388	9,521	10,949
总经营费用	-413,131	-454,079	-413,131	-395,042	-452,953	-508,566
经营利润	121,730	189,981	267,280	97,737	128,225	179,135
财务收入（支出）	11,917	15,728	18,856	11,917	14,577	16,692
应占联营公司亏损	-5,430	-5,973	-	-7,059	-5,647	-
除税前利润	-51,885	127,673	205,709	102,595	137,171	195,931
所得税	-1,912	-19,151	-30,856	-15,389	-20,576	-29,390
净利润	-53,797	108,522	174,852	87,206	116,596	166,541
少数股东利润	-1,886	7,597	6,994	6,104	4,664	6,662
归属母公司利润	-51,911	100,926	167,858	81,102	111,932	159,880
归母基本 EPS	-0.15	0.29	0.47	0.24	0.32	0.45

资料来源：公司资料、兴业证券研究所

- **风险提示：** 1) 新游戏和影视业务都存在较大不确定性；2) 主机游戏的能否成功存在较高不确定性；3) 股票交易量较低，流动性风险值得注意

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产:					总收入	540,828	979,062	1,148,279	1,356,389
贸易应收款项	45,079	97,906	114,828	135,639	成本	-323,828	-486,283	-567,102	-668,688
预付款项及其他	89,675	108,785	127,587	150,710	毛利	217,000	492,779	581,178	687,702
应收款项					销售费用	-180,060	-196,265	-215,892	-248,276
金融资产	19,543	-	-	-	管理费用	-83,224	-91,546	-100,701	-110,771
现金及现金等价物	794,461	19,543	19,544	19,544	研发费用	-120,562	-132,618	-145,880	-160,468
流动资产合计:	948,758	1,076,669	1,231,320	1,383,547	其他	104,018	25,388	9,521	10,949
非流动资产:					总经营费用	-279,828	-395,042	-452,953	-508,566
物业、厂房及设备	14,468				经营利润	-62,828	97,737	128,225	179,135
无形资产	29,343	14,489	11,091	63,709	财务收入	16,373	11,917	16,150	18,470
合营企业的投资	180,183	11,340	11,693	12,057	占联营公司亏损	-5,430	-7,059	-5,647	0
递延所得税	7,490	173,124	167,477	167,477	除税前利润	-51,885	102,595	138,728	197,605
应收款	20,465	7,490	7,490	7,490	所得税	-1,912	-15,389	-20,809	-29,641
其他	85,779	19,037	22,328	26,374	净利润	-53,797	87,206	117,919	167,964
非流动资产合计:	337,728	-	-	-	少数股东利润	-1,886	6,104	4,717	6,719
总资产	1,286,486	225,480	220,079	277,106	归属母公司利润	-51,911	81,102	113,202	161,246
流动负债:		1,528,383	1,713,358	1,966,546	归母基本 EPS	-0.15	0.24	0.32	0.46
应付款项	107,472								
应付所得税	3,885	189,110	222,115	263,760					
递延收益	103,349	15,603	21,098	30,052					
流动负债合计:	214,706	163,177	194,570	233,600					
非流动负债:		367,890	437,783	527,413	财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
递延收益	3,267				毛利率	40.1%	50.3%	50.6%	50.7%
非流动负债合计	3,267	10,878	12,759	15,071	EBIT 利润率	-12.6%	9.3%	10.7%	13.2%
总负债	217,973	10,878	12,759	15,071	净利率	-9.6%	8.3%	9.9%	11.9%
股东权益:		378,768	450,541	542,484	营运资金				
归属母公司股东权益	1,070,420				应收周转天	40	40	40	40
少数股东权益	-1,907	1,151,522	1,264,724	1,425,969	应付周转天	140	141	142	143
股东权益合计	1,068,513	-1,907	-1,907	-1,907	回报率				
总负债及总权益	1,286,486	1,149,615	1,262,817	1,424,062	资产回报率	-4.1%	5.8%	7.0%	8.8%
					净资产回报率	-5.0%	7.3%	9.4%	12.0%
现金流量表					流动性				
					流动比率	4.4	3.5	3.4	3.2
					速动比率	4.4	3.5	3.4	3.2
					估值				
					市盈率	-23.2	14.3	10.6	7.4
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E					
除税前利润	-51,885	102,595	138,728	197,605					
营运资本变动前	-42,553	272,905	194,826	255,190					
应收账款	17,750	-52,827	-16,922	-20,811					
应收款	-53,113	-17,682	-22,092	-27,170					
应付款	-43,994	81,638	33,005	41,645					
递延收益	14,688	36,294	16,631	39,031					
已付所得税	-1,796	-3,671	-15,314	-20,687					
经营活动现金流	-109,018	316,656	190,133	267,198					
购买固定资产	-10,391	-10,911	-11,238	-90,000					
购买无形资产	-22,417	-23,538	-24,244	-24,971					
投资活动现金流	-213,215	-	1	2					
筹资活动产生的现金流量净额	-10,604								
现金增加额	-332,837	-34,448	-35,482	-114,971					
期初现金余额	1,086,532	-	-	-					
汇率变动对现金的影响	40,766	-	-	-					
期末现金余额	794,461	282,208	154,651	152,227					

数据来源: 公司资料、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: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
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(香港证监会中央编号: AYE823)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-6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。