

强烈推荐-A (维持)

博瑞传播 600880.SH

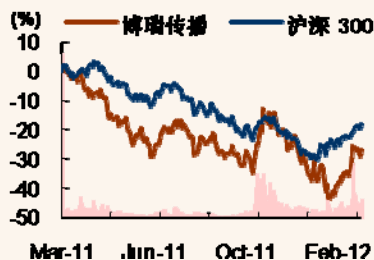
目标估值: 16 元
当前股价: 13.1 元
2012 年 3 月 4 日

基础数据

上证综指	2,461
总股本 (万股)	62,798
已上市流通股 (万股)	41,407
总市值 (亿元)	82
流通市值 (亿元)	54
每股净资产 (MRQ)	3.3
ROE (TTM)	14.8
资产负债率	21.1%
主要股东	博瑞投资控股集团
主要股东持股比例	23.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	-3	-27
相对表现	13	1	-11



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、《博瑞传播 3 季报业绩低于预期, 提出 3 年再造一个新博瑞发展目标》
10/23/12
- 2、《博瑞传播上半年业绩超市场预期, 新媒体布局再添电子商务》
7/18/11

赵宇杰

0755-82943293
zhaoyj@cmschina.com.cn
S1090511040019

研究助理

杨仁文
yangrw@cmschina.com.cn

传统业务发展遇瓶颈, 重塑商业模式谋突破

公司 2011 年业绩低于我们和市场预期。公司全年实现收入 13 亿, 同比增长 12%; 营业成本 6.7 亿, 同比增长 17%, 营业成本增速快于收入增速, 致使公司毛利率同比下降 2 个百分点降为 49%; 归属母公司净利润 3.9 亿, 同比增长 24%; 实现每股盈利 0.63 元, 1~4 季度业绩分别为 0.12 元、0.20 元、0.13 元和 0.18 元; 每 10 股派现 1.5 元 (含税)。

正面因素: 1、户外广告已培育为公司重要的盈利增长点, 2011 年净利润增幅达到 132%; 2、电子商务借助物流配送和四川大宗商品电子交易平台, 将成为公司新的盈利增长点; 3、大力推动创投和 PE 项目, 全资子公司博瑞盛德创投公司 2011 年对外投资 0.7 亿参股 4 个项目, 另外博瑞投资 500 万占成都泥巴网络科技 35% 股权; 4、“创意成都”外租楼面 5.6 万平方米以投资性房地产方式入账, 2011 年度产生 1.9 亿元公允价值变动损益。

负面因素: 1、公司 2011 年依托《成都商报》的广告代理、印刷、发行业务, 增速明显放缓, 主要原因是《成都商报》作为传统媒体发展已趋于成熟, 增速放缓, 同时博瑞去年下半年房地产广告业务受国家房地产宏观政策调整影响明显。2、梦工厂 2011 年净利润大幅下滑 32%, 一方面是老产品下滑和新产品表现不及预期, 另一方面是所得税由 15% 提升到 25%。3、梦工厂和手中乾坤因资产减值损失等合计对利润表负贡献 0.89 亿。

公司后续经营展望。公司新一届董事会提出 2012~2014 年“三年再造一个新博瑞”发展目标, 意味着 2012~2014 年每年公司净利润增速不低于 30%, 为保证实现该净利润增速, 公司发展思路是“一个基础 (传统业务)、两个引擎 (新媒体+新项目)”: 户外广告有望 3 年增长 1.5 倍, 游戏业务具有想象空间和弹性, 是公司目前发展提速的主要盈利增长点; 挖掘传统广告、发行、印刷业务并进行经营模式升级; 增发方式收购重大项目; 抓住机遇培育新项目 (比如金融领域) 和探索国际化等方式, 进一步保证公司快速发展目标的实现。

盈利预测与投资建议。我们预测公司 12~14 年 EPS 为 0.71 元、0.81 元和 0.92 元, 当前股价对应 12~14 年 PE 为 18 倍、16 倍和 14 倍。按公司 3 年再造一个新博瑞的发展目标测算, 12~14 年 EPS 将达到 0.82 元、1.06 元、1.38 元, 同时公司年报里对 2012 年业绩指引是 0.80 元。我们预测业绩与公司发展目标存在较大偏差, 主要原因是我们是基于公司现有业务所做的谨慎预测, 并未考虑公司后续潜在新项目落地和游戏业务超预期。

我们认为公司目前估值有优势, 考虑公司新的发展目标, 2012 年业绩有望达到 0.80 元以上, PE 将下降为 16 倍, 估值更具吸引力。我们判断公司股价进攻性的表现将取决于 2 方面: 1、公司 2012 年各季度业绩确认甚至超预期, 建议市场对公司 1 季度业绩预期可适当调低, 原因是公司历史上 1 季度业绩平淡, 同时今年 2 月并购项目在 1 季度仅体现部分业绩; 2、公司后续新媒体并购项目的质地, 以及游戏业务超预期。

风险提示: 房地产和宏观经济不景气对公司广告业务影响, 新媒体并购项目本身质地不确定带来并购风险。

正文:

一、公司 2011 年报业绩低于我们和市场预期。公司全年实现收入 13 亿,同比增长 12%;营业成本 6.7 亿,同比增长 17%,营业成本增速快于收入增速,致使公司毛利率同比下降 2 个百分点降为 49%;归属母公司净利润 3.9 亿,同比增长 24%;实现每股盈利 0.63 元,1-4 季度业绩分别为 0.12 元(+2.5%)、0.20 元(+45%)、0.13 元(-11%)和 0.18 元(67%);每 10 股派现 1.5 元(含税)。

表 1、各季度业绩回顾

单位: 百万元	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	11N	12E
营业收入	297	351	348	310	1,306	1,600
营业成本	148	163	175	183	668	790
营业费用	10	13	12	28	61.8	59.2
管理费用	28	26	30	48	132.3	145.6
财务费用	(1.0)	(0.8)	(1.3)	(1.0)	(1.9)	(5.0)
投资收益	2	16	2	(19)	0.5	2.0
营业利润	101	156	119	154	531	606
归属母公司净利润	72	126	82	114	394	446
EPS (元)	0.12	0.20	0.13	0.18	0.63	0.71
主要比率	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	11N	12E
毛利率	50.3%	53.7%	49.5%	41.1%	48.8%	50.6%
营业费用率	3.3%	3.6%	3.3%	8.9%	4.7%	3.7%
管理费用率	9.5%	7.5%	8.5%	15.5%	10.1%	9.1%
营业利润率	34.0%	44.4%	34.4%	49.7%	40.6%	37.9%
有效税率	21.5%	13.1%	24.5%	25.4%	20.9%	19.8%
净利率	26.6%	38.6%	26.0%	37.3%	32.2%	30.5%
YoY	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	11N	12E
收入	16.2%	21.1%	9.8%	3.4%	12.4%	22.5%
归属母公司净利润	2.5%	45.1%	-11.2%	67.4%	24.1%	13.2%

资料来源:公司公告、招商证券

正面因素: 1、户外广告发力, 2、电子商务有潜力, 3、大力推动创投和 PE 项目, 4、“创意成都” 2011 年度产生 1.9 亿元公允价值变动损益。

1、户外广告已培育为公司重要的盈利增长点: 2011 年户外广告收入 1.36 亿, 同比增长 43%, 增速强劲; 净利润 0.19 亿, 同比大幅增长 132%; 净利率同比提升 5.4 个百分点达到 14%, 经过多年的培育后逐渐成熟, 盈利能力大幅提升。

2、电子商务将成公司新的盈利增长点: 公司依托自身成熟的全省发行网络优势, 积极向电子商务转型升级, 2011 年上半年投资 1 千万组建专业电子商务物流企业, 8 月切入电商配送业务, 截至年底收入近千万元, 目前日配送量已达 0.6 万单, 与全国电商 30 强中 29 家签署合作协议; 同时依托四川特色农产品产业, 投资四川中锦大宗电子商务公司并持有其 55% 股权, 进入大宗商品电子交易领域, 属于“电子商务+现代物流配送”B2B 商品交易模式, 已于 2011 年 11 月 30 日正式启动, 以生猪作为首个交易品种。

3、大力推动创投和 PE 项目：1、公司依托全资子公司博瑞盛德创投公司为平台，2011 年对外投资 0.7 亿参股 4 个项目，分别是 700 万投锐易通占 20% 股权（社交游戏）、800 万投天涯社区占 1% 股权（网络社区）、0.46 亿投德勤集团占 1.7% 股权（干散货水运）、800 万投蓝普科技（LED 应用产品供应商）；2、博瑞投资 500 万占成都泥巴网络 35% 股权，该公司董事长和 CEO 是王磊，也是博瑞“寻梦计划”基金创始合伙人，是原蓝港在线联合创始人和原光宇华夏 COO（曾成功代理在线人数过百万的 MMO 游戏《问道》）；3、博瑞 2012 年 2 月 9 日 200 万投资北京格讯科技，该公司推出移动交友手机游戏（LBS）“翻客”，“翻客”打造的“基于游戏”的交友模式、与目前各种众多 LBS 交友应用形成差异化发展策略和自身产品特色。

4、新增 1.9 亿公允价值变动损益：“创意成都”外租楼面 5.6 万平方米以投资性房地产方式入账，2011 年度产生 1.9 亿元公允价值变动损益；出租楼面建设成本预计 0.5 万/平方米，专业机构对其评估价值为 1 万/平方米，公司确定公允价值为 0.86 万/平方米。

负面因素：1、公司 2011 年依托《成都商报》的广告代理、印刷、发行业务，增速明显放缓；2、梦工厂 2011 年净利润大幅下滑 32%；3、梦工厂和手中乾坤通过资产减值损失等合计对利润表负贡献 0.89 亿。

1、公司 2011 年依托《成都商报》的广告代理、印刷、发行业务，增速明显放缓：代理商报广告业务 1.8 亿（测算值），全年增速 5%，上、下半年增速分别为 34%、-17%；商报印刷业务 4.3 亿，全年增速 4%，上、下半年增速分别为 6.6%、1.6%；商报发行业务 0.8 亿，全年增速 1%，上、下半年增速分别为 -0.4%、2.1%；主要原因是《成都商报》作为传统媒体发展已趋于成熟，增速放缓，同时博瑞去年下半年房地产广告业务受国家房地产宏观政策调整影响明显。

2、梦工厂 2011 年净利润下滑明显：梦工厂收入 0.96 亿，微增 1%，止住了 2010 年以来收入下滑的趋势（2010 年收入下滑 23%）；不过净利润仅实现 0.43 亿，同比下滑 32%，一方面是由于梦工厂 2011 年推出的新产品《侠义世界》和《圣斗士 2》表现不及预期，同时老产品下滑；另一方面由于新产品推广致使销售费用增加，加上由于税收优惠到期致使所得税率由之前的 15% 提升到 25%，使成都梦工厂利润出现下滑。

3、梦工厂和手中乾坤合计对利润表负贡献 0.89 亿：公司对收购的梦工厂计提商誉减值损失 0.5 亿，对手中乾坤计提长期股权投资减值损失 0.16 亿，合计 0.66 亿进入利润表中资产减值损失项；公司投资手中乾坤因减资产生投资损失 0.23 亿，进入利润表中投资收益项。

二、公司后续经营展望：我们认为博瑞管理层是一个有能力、有进取心的学习型团队，公司一直在努力降低对传统平面媒体依赖，积极向新媒体转型和重塑公司商业模式，应该说取得了不错的成绩，但转型过程中难免会付出一定的学习成本和代价，过去一年低迷的股价反映出市场对公司新媒体转型的谨慎；从近期公司一系列举措、包括分析年报内容来看，能感受到公司的变化和进步，公司总结过去几年新媒体转型过程中的经验和教训，对新媒体的认识、理解，对项目的选择、判断，在新媒体领域的人脉、资源积累等方面，有明显进步。

公司新一届董事会提出 2012-2014 年“三年再造一个新博瑞”发展目标，意味着 2012-2014 年每年公司净利润增速不低于 30%，为保证实现该净利润增速，公司发展思路是“一个基础（传统业务）、两个引擎（新媒体+新项目）”：户外广告有望 3 年增长 1.5 倍，游戏业务具有想象空间和弹性，是公司目前发展提速的主要盈利增长点；挖

掘传统广告、发行、印刷业务并进行经营模式升级；增发方式收购重大项目；抓住机遇培育新项目（比如金融领域）和探索国际化等方式，进一步保证公司快速发展目标实现。

1、户外广告有望3年增长1.5倍。增量部分已经落实的是今年2月份收购的海南户外广告，3年（12~14年）预计贡献收入2.3亿，占到3年户外总收入8.9亿的1/4，同时后续户外广告还会有新项目落地；存量部分（成都地区+武汉地区）仍将保持不错的增长，存量提价+新增户外媒体。

2、游戏业务具有想象空间和弹性。增量主要是博瑞梦工厂和天堂网络，后续不排除继续有新项目落地。博瑞游戏业务目前有3大平台，分别是成都梦工厂、博瑞梦工厂合资公司、天堂网络，其中成都梦工厂主要是研发老产品（如《侠义道》系列和《圣斗士》系列）和游戏运营，博瑞梦工厂合资公司主要是新产品研发并将游戏交付成都梦工厂运行，天堂网络是高起点外部引进经验丰富团队独立运营《AU2》（前作《AU1》即《劲舞团》过去风靡全国）；过去2年（10~11年）博瑞游戏业务表现疲软，主要受成都梦工厂老游戏下滑+新游戏不及预期拖累；今年游戏业务将改变疲软走势，一方面是合资公司今年将推出《梦江湖》《圣斗士传说》《轩辕怒》《九剑》《侠义道3》5款网页游戏，和下半年天堂网络代理运营《AU2》；另一方面是成都梦工厂所得税有望从2011年的25%降到15%（过去07~09年享受15%所得税优惠）。

3、传统业务挖掘潜力和升级经营模式。**1、广告业务：**由过去平面媒体广告代理投放向综合型整合营销传播商升级：公司今年2月通过收购成都泽宏嘉瑞文化传播公司，使公司广告业务拓展到全案广告策划业务，形成涵盖广告创意、媒介广告代理、公关等综合服务的产业架构，降低对平媒依赖，提升广告整体业务赢利能力。**2、发行业务：**由传统报刊发行积极向电子商务物流配送升级：力争2~3年使电商物流配送业务超过传统报刊发行业务，意味着2014年电商配送业务收入有望过亿元，而2011年该业务收入不足1千万，未来还有较大发展空间。**3、印刷业务：**积极拓展商印业务，2011年外接印刷收入1.56亿，同比增长30%，未来将是印刷业务主要增长点。

4、增发方式收购重大项目。公司年报里面提到“加快新项目外延式扩张，完善新媒体业务布局，快速培育公司独特的新媒体核心竞争力”。“要加大项目并购尤其是质地优、体量大的项目的创新型并购”，“尽快形成项目集群，确保公司实现跨越式发展目标”，“在保障项目落地的基础上，以资本为纽带，……充分发挥资本运作平台功能，助力公司产业结构持续优化升级”。

5、抓住机遇培育新项目（如金融领域）和探索国际化。**1、**公司年报中提到“紧紧抓住四川省关于构建“西部金融中心”和“西部电子商务高地”的政策机遇”，公司推动的“四川大宗电子交易平台”项目对应“西部电子商务高地”，我们判断公司后续将有具体项目对应“西部金融中心”，从而提高公司资金使用效率（公司2011年底账上现金达8.4亿，2011年归属母公司净利润3.9亿）。**2、**公司年报里面也提出推进“国际化”战略，公司结合政策环境和自身实际，组织专门力量，积极关注，择机“走出去”。

三、盈利预测与投资建议

我们预测公司12~14年EPS为0.71元、0.81元和0.92元，当前股价对应12~14年PE为18倍、16倍和14倍。按公司3年再造一个新博瑞的发展目标测算，12~14年EPS为0.82元、1.06元、1.38元，同时公司年报里对2012年指引业绩是0.80元。我们预测业绩与公司发展目标存在较大偏差，主要原因是我们是基于公司现有业务所做的谨慎预测，并未考虑公司后续潜在新项目落地和游戏业务超预期。

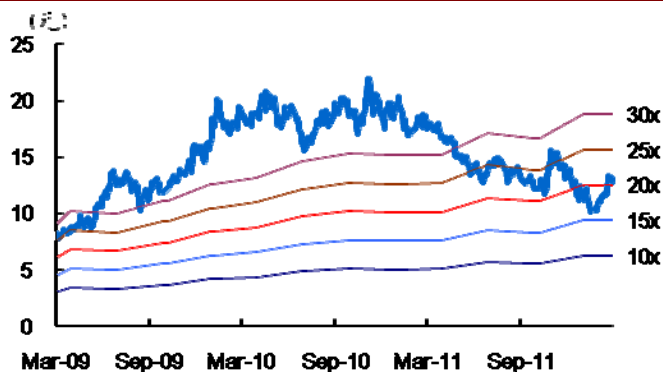
我们认为公司目前估值有优势，考虑公司新的发展目标，2012 年业绩有望达到 0.80 元以上，PE 将下降为 16 倍，估值更具吸引力。我们判断公司股价进攻性的表现将取决于 2 方面：1、公司 2012 年各季度业绩确认甚至超预期，建议市场对公司 1 季度业绩预期可适当调低，原因是公司历史上 1 季度业绩平淡，同时今年 2 月并购项目在 1 季度仅体现部分业绩；2、公司后续新媒体并购项目的质地，以及游戏业务超预期。

表 2、盈利预测表（单位：百万）

分业务收入	10 年	11 年	12E	13E	14E
广告业务	315	373	508	604	673
网游业务	94	96	118	138	166
天堂网络			30	114	155
印刷业务	537	589	647	712	784
发行投递业务	130	153	187	208	234
合计	1,129	1,266	1,551	1,840	2,080
分业务收入增速	10 年	11 年	12E	13E	14E
广告业务	11%	18%	36%	19%	11%
网游业务	-23%	1%	23%	17%	20%
天堂网络				57%	36%
印刷业务	37%	10%	10%	10%	10%
发行投递业务	11%	18%	23%	11%	12%
合计	26.0%	12.4%	22.5%	18.8%	13.4%
分业务毛利率	10 年	11 年	12E	13E	14E
广告业务	68%	68%	69%	69%	69%
网游业务	88%	92%	88%	88%	88%
天堂网络			60%	60%	60%
印刷业务	34%	31%	32%	31%	31%
发行投递业务	55%	43%	45%	45%	45%
合计	50.8%	48.8%	50.6%	51.4%	51.8%
EPS	0.51	0.63	0.71	0.81	0.92

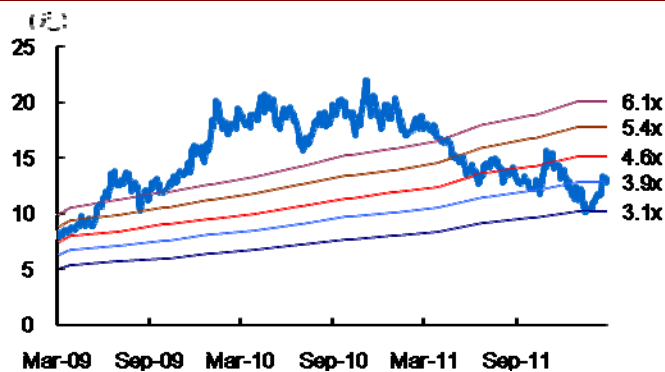
资料来源：公司公告、招商证券

图 1、博瑞传播历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 2、博瑞传播历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	997	1,068	1,353	1,722	2,120
现金	791	843	1,097	1,421	1,781
交易性投资	8	6	8	8	8
应收票据	0	5	0	0	0
应收款项	52	63	64	76	86
其它应收款	35	52	96	114	129
存货	78	67	63	74	83
其他	32	32	25	30	33
非流动资产	1,320	1,696	1,641	1,620	1,601
长期股权投资	133	159	159	159	159
固定资产	416	591	573	563	553
无形资产	42	37	33	30	27
其他	729	909	875	868	861
资产总计	2,317	2,764	2,994	3,341	3,721
流动负债	596	533	519	572	618
短期借款	40	20	40	40	40
应付账款	61	138	79	92	104
预收账款	151	147	158	185	207
其他	345	229	242	256	267
长期负债	6	50	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	6	50	7	7	7
负债合计	603	583	526	579	625
股本	616	628	628	628	628
资本公积金	203	241	241	241	241
留存收益	802	1,196	1,441	1,670	1,930
少数股东权益	93	116	158	223	297
母公司所有者权益	1,622	2,065	2,310	2,539	2,799
负债及权益合计	2,317	2,764	2,994	3,341	3,721

现金流量表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	392	397	411	593	670
净利润	317	394	446	508	577
折旧摊销	0	0	55	52	49
财务费用	0	0	(5)	(8)	(10)
投资收益	0	0	(48)	(32)	(27)
营运资金变动	0	0	(64)	8	8
其它	75	3	27	65	73
投资活动现金流	(333)	(378)	(29)	(30)	(30)
资本支出	0	0	(30)	(30)	(30)
其他投资	(333)	(378)	1	0	0
筹资活动现金流	(14)	23	(127)	(240)	(280)
借款变动	0	0	19	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	0	(201)	(280)	(317)
其他	(14)	23	54	40	37
现金净增加额	46	42	254	323	360

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,162	1,306	1,600	1,900	2,154
营业成本	571	668	790	923	1,037
营业税金及附加	34	41	48	57	65
营业费用	42	62	59	70	80
管理费用	106	132	146	173	196
财务费用	(2)	(5)	(5)	(8)	(10)
资产减值损失	13	69	5	5	5
公允价值变动收益	(1)	192	46	30	25
投资收益	13	0	2	2	2
营业利润	410	531	606	712	809
营业外收入	21	2	4	4	4
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	429	531	609	715	812
所得税	85	111	121	142	161
净利润	344	421	488	573	651
少数股东损益	26	27	42	65	74
母公司所有者净利润	317	394	446	508	577
EPS (元)	0.51	0.63	0.71	0.81	0.92

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	26%	12%	22%	19%	13%
营业利润	18%	29%	14%	18%	14%
净利润	21%	24%	13%	14%	14%
获利能力					
毛利率	50.8%	48.8%	50.6%	51.4%	51.8%
净利率	27.3%	30.2%	27.9%	26.8%	26.8%
ROE	19.6%	19.1%	19.3%	20.0%	20.6%
ROIC	18.7%	18.9%	19.2%	20.2%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	26.0%	21.1%	17.6%	17.3%	16.8%
净负债比率	1.8%	0.7%	1.3%	1.2%	1.1%
流动比率	1.7	2.0	2.6	3.0	3.4
速动比率	1.5	1.9	2.5	2.9	3.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
存货周转率	9.5	9.2	12.1	13.5	13.2
应收帐款周转率	23.8	22.7	25.3	27.1	26.6
应付帐款周转率	10.3	6.7	7.3	10.8	10.6
每股资料(元)					
每股收益	0.51	0.63	0.71	0.81	0.92
每股经营现金	0.62	0.63	0.65	0.94	1.07
每股净资产	2.58	3.29	3.68	4.04	4.46
每股股利	1.15	2.15	0.32	0.45	0.51
估值比率					
PE	25.9	20.9	18.4	16.2	14.2
PB	5.1	4.0	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	18.7	14.7	12.7	11.1	9.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

赵宇杰：毕业于华中科技大学，招商证券研发中心研究副董事。2009-2011 年连续 3 年获得《新财富》传播与文化行业最佳分析师，2011 年获得《水晶球》传播与文化行业第一名。

研究特点：跳脱传统媒体分析框架，致力于传媒产业本质与商业模式研究，持续开创性推出大传媒 6 部曲，于业内率先系统构建大传媒产业分析框架。

行业层面创新性提出传媒行业具有“势能”、“动能”两大商业天赋，总结出“势能法则”，并将传媒划分为三代媒体形态，每一代媒体具有不同的势能和动能。公司层面深刻揭示传媒公司创造用户价值存在依次递进三类价值（实际、体验、虚拟）；在此基础上，构建“消费者价值链（实际、体验、虚拟）”与“产业价值链（产品、平台、社区）”的双轴分析图谱，指出“虚拟价值+社区化”是传媒公司价值提升的必由之路。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。