

互联网 - 软件及服务

收购易幻网络，畅游海外发行蓝海

—宝通科技（300031）公司深度报告

2016年9月25日

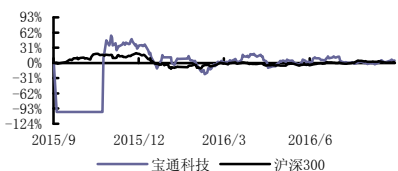
评级： 买入（维持）

市场数据	2016年9月23日
当前价格（元）	23.99
52周价格区间（元）	17.51-35.64
总市值（百万）	9518.46
流通市值（百万）	5370.80
总股本（百万股）	396.77
流通股（百万股）	223.88
日均成交额（百万）	236.22
近一月换手（%）	40.58%
Beta（2年）	/
第一大股东	包志方
公司网址	http://www.btdy.com

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	470	802	1002	1160
净利润（百万元）	70	253	357	428
每股收益（元）	0.23	0.63	0.89	1.07
净利润增长率%	-4.93%	243.88%	40.90%	20.15%
每股净资产（元）	2.97	3.38	4.27	5.34
市盈率	105.38	37.99	26.96	22.44
市净率	8.07	7.10	5.62	4.50
EV/EBITDA	25.36	26.36	27.36	28.36

资料来源：世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
宝通科技	5.04%	4.26%	5.13%
沪深300	-1.98%	5.08%	0.39%

梁希民

执业证书号：S1030510120001
0755-23602267
liangxm@csc.com.cn

研究助理：陈宣铭

189-2375-0203
Chenxm2@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，梁希民，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **收购易幻网络，成功进军泛娱乐领域。**无锡宝通科技传统主业专注于各类强力橡胶传送带业务，由于受到经济下降，盈利能力大幅缩减，公司以“移动网络游戏发行、运营”+“现代工业输送服务”双轮驱动模式，拥抱互联网成功转型。15年11月发行股份及支付现金购买牛曼投资持有的易幻网络66.66%股权，累计持有70%股权，16年9月公告拟收购剩余30%股权，一旦交易完成易幻网络将成为上市公司全资子公司。
- **易幻网络弄潮出海，坐稳海外发行龙头。**易幻网络专注于中国移动网路游戏的海外发行和运营。行业层面来说，国内CP寡头竞争激烈，中小CP借鉴韩国游戏市场发展经验，出海成为重要选择。公司层面来说，公司目前牢牢占据海外市场发行第二把交椅，在港澳台、东南亚、韩国等国家或地区的市场份额处于相对领先。
- **未来随着S级游戏逐渐落地，易幻网络有望保持高速发展态势。**一方面，易幻网络进一步巩固和保持在港台、东南亚、韩国等优势地区的发行能力，16年下半年还有5-7款比较优秀的移动游戏作品有待发行。另一方面，易幻网络将加大在新市场的拓展力度，如俄罗斯、德国等欧美市场，补强上述地区的发行团队，布局符合上述市场的游戏作品，逐步实现移动游戏全球发行的全球化发展战略。
- **投资建议：**一旦今年完成剩余30%股权收购，预计16-18年公司实现的营业收入分别为8.01亿元、10.02亿元与11.6亿元；16-18年归母净利润分别为2.5亿元、3.5亿元与4.2亿元，对应EPS分别为0.63元、0.89元与1.07元。参考行业平均65倍，给予公司16年33-52倍PE，买入评级。
- **风险提示：**市场竞争风险，海外市场政策风险，汇率波动风险

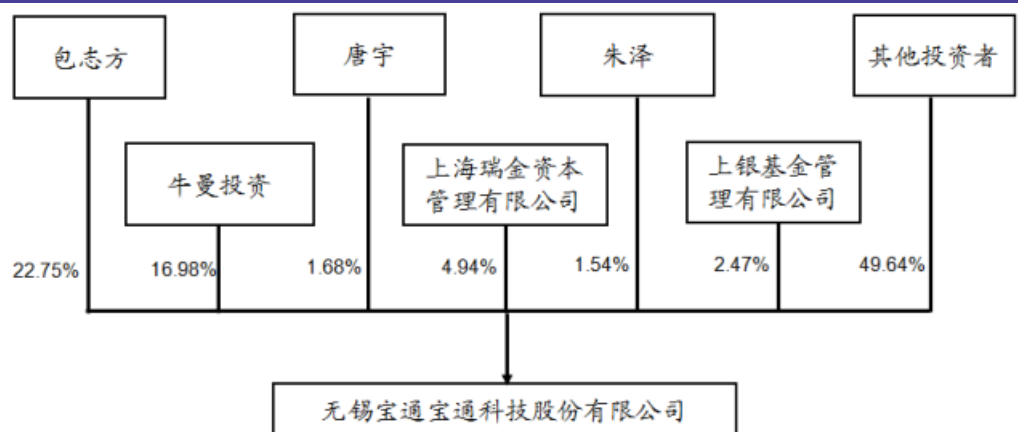
公司概况

基本信息

江苏无锡宝通科技股份有限公司成立于2000年，并于2009年12月在创业板挂牌上市。传统主业专注于各类强力橡胶输送生产，销售与服务，应用于钢铁冶炼、建材水泥、能源矿山等工业散货物料运输。然而受宏观经济以及行业景气度下降的影响，公司于15年3月正式成立产业并购基金-宝通辰韬产业并购基金企业，重点投资行业包括大健康、教育互联网等；15年11月发行股份及支付现金购买牛曼投资持有的易幻网络66.66%股权，累计持有70%股权，16年9月公告拟收购剩余30%股权，一旦交易完成易幻网络将成为上市公司全资子公司。截至16年6月30号，公司总资产30.13亿元，资产负债率14.3%处于合理水平。公司16年4月以20.41元/股非公开发行2940万股后，目前总股本3.97亿股。第一大股东包志强持股比例22.75%，为实际控制人。

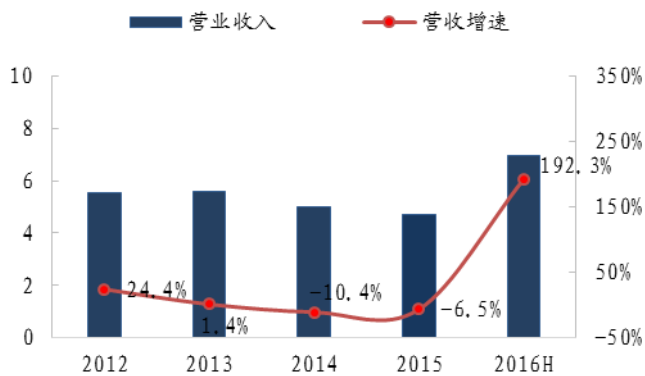
公司以“移动网络游戏发行、运营”+“现代工业输送服务”双轮驱动模式，拥抱互联网成功转型。截止16年中报，公司营收6.97亿元，同比增长192%；归母净利润0.77亿元同比增长96%。公司业绩大幅提升得益于易幻网络70%股权收购。易幻网络为公司的营业收入和净利润分别贡献4.43亿元、0.83亿元，占比分别为63.64%和78.37%。传统主营输送带业务由于受到宏观经济下行影响下滑59%至1559万元，营收占比逐步下降。

Figure 1 公司股权结构



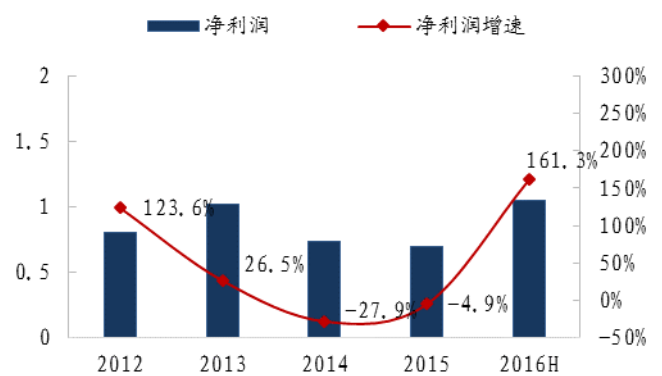
数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 2 营业收入及同比增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

Figure 3 净利润及同比增速



数据来源: Wind, 世纪证券研究所

在收购易幻网络交易中，易幻网络承诺 16/17/18 年净利润分别为 1.55 亿 /2.02 亿/2.62 亿。从中报的数据来看，易幻网络大概率完成 16 年全年业绩承诺，再加上 9 月份爆款游戏《剑侠情缘》的上线，全年业绩超预期可期。

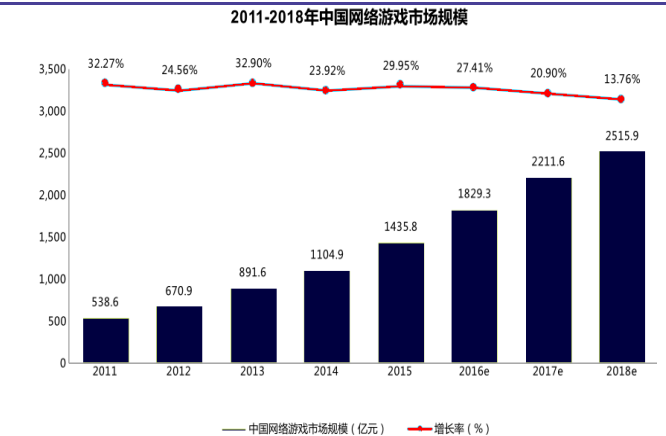
公司所处行业背景分析

公司传统业务由于受到经济下降，盈利能力大幅缩减，公司转型决心坚定；公司于 16 年 9 月 23 号完成工商变更登记手续，经营范围扩大至互联网相关业务。因此我们在此重点分析下全资子公司易幻网络的行业背景。

一、中国移动网络游戏发展现状

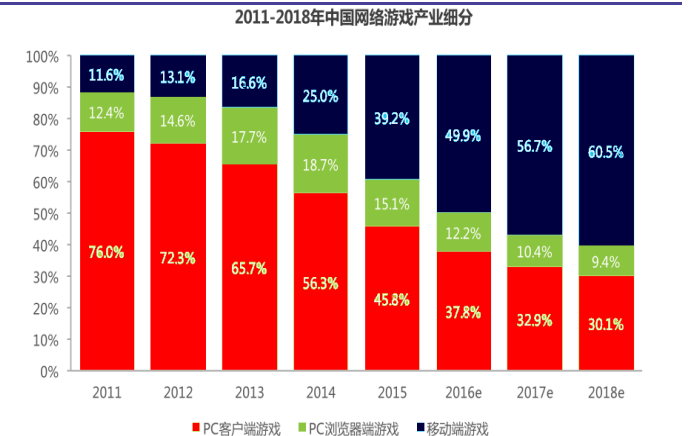
15 年移动游戏市场规模相对于 14 年增长超过 100%，推动游戏行业规模突破 1400 亿。究其原因我们发现 1) .从硬件上看，4G 和光纤网络的全面普及为网络游戏发展提供了良好的环境。2) .马斯洛需求理论决定人们对精神文化的大量需求。3) .企业方面创新型的发行运营模式为行业带来更多渠道。据艾瑞统计，移动游戏份额 15 年增长至 39.2%，端游份额则跌落 50% 以下，移动游戏成为推动网络游戏行业增长的主要动力。然而我们也不难发现，移动游戏的市场在经历了几年高速发展后，由 15 年 103% 下滑至 16 年 62% 左右。新增游戏人数也趋于放缓，人口红利的退潮导致未来变现方向转向 ARPU 驱动。

Figure 4 中国网络游戏市场规模



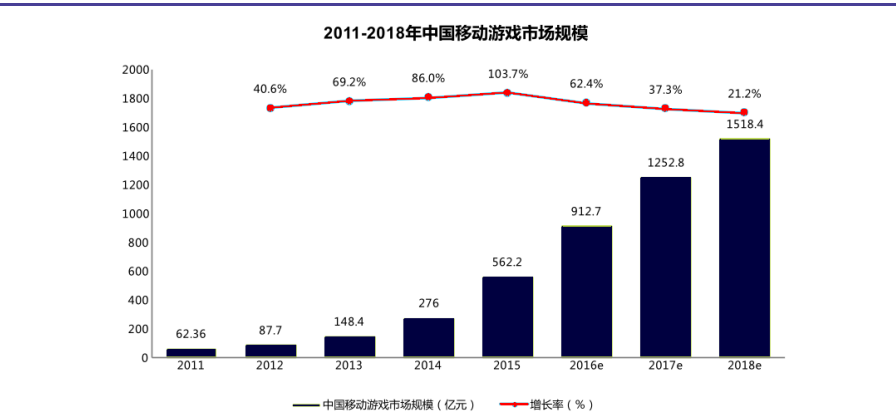
数据来源: CNG&IDC, 艾瑞咨询, 世纪证券研究所

Figure 5 中国网络游戏产业细分



数据来源: CNG&IDC, 艾瑞咨询, 世纪证券研究所

Figure 6 中国移动游戏市场规模



数据来源: CNG&IDC, 世纪证券研究所

二、行业机会: 弄潮出海, 开拓海外市场

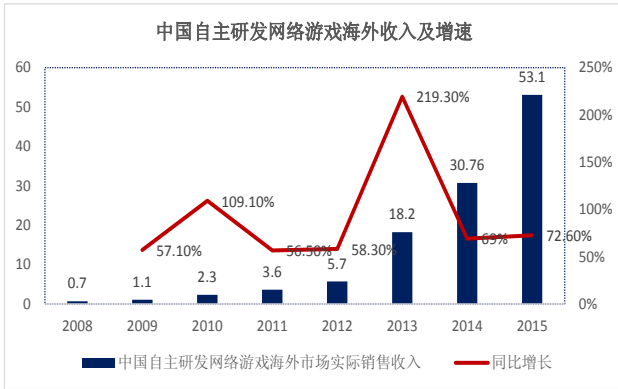
在国内游戏市场增速放缓的同时, 强者恒强的二八分化更加明显。根据 Dataeye 的数据我们发现国内市场基本被腾讯和网易两大巨头抢占, 截止 16 年一季度两者合计占比 68% 市场规模, 中小 CP 比如说天象互动、蜗牛科技等只有不断的研发新产品才能占据一席之地, 压力巨大, 迈出国门, 弄潮出海成为中小 CP 的一个重要选择。

从产业结构的发展历程上来看, 中国和韩国的游戏行业有诸多相似之处。如均依赖本国市场获得收益; 游戏用户面临增长放缓, 产品供大于求的局面等。但不同的是, 韩国游戏公司先于中国公司将发展转移到海外市场, 减轻了本国市场对于整体行业带来的负面影响。因此借鉴韩国游戏公司的经验, 我国游戏公司增加游戏出口业务收入将是未来发展的重要方向。

我国 15 年自主研发网络游戏海外市场实际收入达到 53.1 亿美元, 相比 14

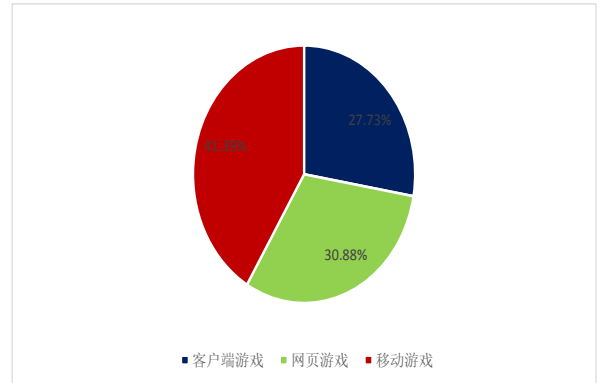
年增长 72.6%。其中移动游戏数量占比 41.39%，远超客户端游戏的 27.73% 和网页类游戏的 30.88%。随着移动游戏的快速增长，我们认为 16 年移动游戏数量将占比 50%左右。

Figure 7 我国自主研发网游收入及增速



数据来源: CNG&IDC, 世纪证券研究所

Figure 8 我国自主研发网络游戏出口产品类型占比



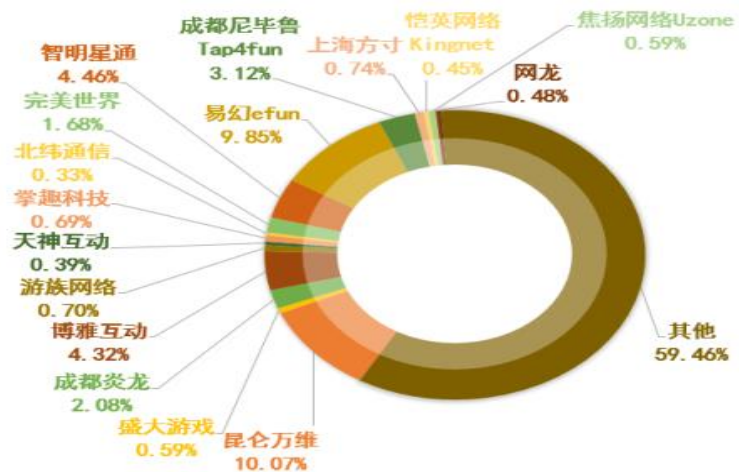
数据来源: CNG&IDC, 世纪证券研究所

易幻网络主营业务及竞争力分析

易幻网络成立于 2012 年, 公司自创立之初即专注于中国移动网路游戏的海外发行和运营。在创立之初便以《重装武士》迅速抢占 12 年港台市场各项排行榜首, 后续则以《我叫 MT》、《天龙八部》等在港台市场保持领先地位, 目前垄断港澳台 30% 的市场份额。根据《2014 年度中国游戏产业海外市场报告》, 14 年我国自主研发移动网络游戏海外出口实际销售收入为 12.73 亿美元, 同比增长 366.39%, 易幻网络牢牢占据市场第二, 份额为 9.85%。在创立的短短几年即成功跻身国内移动网络游戏海外发行的第一梯队, 主要竞争对手包括昆仑万维 (10.07%)、智明星通 (4.46%)、博雅互动 (4.32%) 等。被业内称为“北昆仑, 南易幻”。公司目前在港澳台、东南亚、韩国等国家或地区的市场份额处于相对领先。

Figure 9 自主研发移动游戏海外份额

2014 年中国本土原创移动游戏海外市场收入份额



数据来源: 中国游戏产业报告, 世纪证券研究所

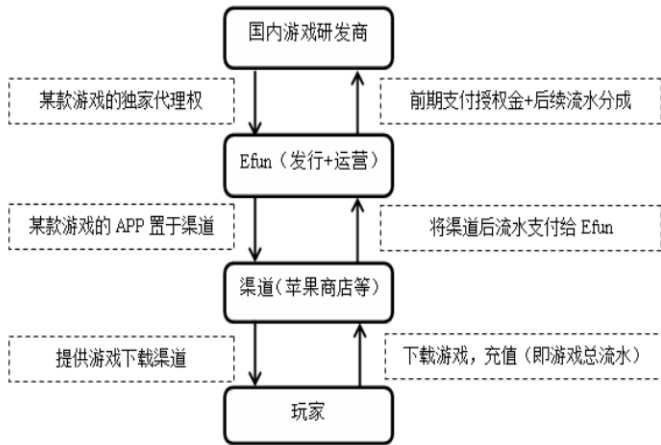
Figure 10 公司竞争对手情况

序号	公司名称	市场份额	海外业务拓展情况
1	昆仑万维	10.07%	北京昆仑万维科技股份有限公司（简称“昆仑万维”）是一家全球化的综合互联网公司，业务涵盖游戏开发、发行、运营以及互联网应用分发等，并于2015年1月21日登陆中国深交所创业板，股票代码300418，产品及服务拓展至东南亚、日本、韩国、北美和欧洲等多个国家和地区。
2	智明星通	4.46%	2014年，上市企业中文传媒26.6亿元收购智明星通。智明星通以免费安全软件和导航网站为切入点，通过搭建游戏运营发行平台（337.com）和电商服务平台（行云）实现流量变现，以巴西市场为起点，建立了覆盖北美、亚洲、欧洲、南美，约40个国家和地区的业务网络。
3	博雅互动	4.32%	博雅互动总部位于香港，并于2013年11月12日在香港联交所成功上市，是中国领先的棋牌类游戏开发商和运营商，通过自主研发和多平台精细化运营，先后打造了20多款网络游戏。
4	成都尼毕鲁	3.12%	成立于2008年，自2011年开始专注于移动游戏领域，逐步发展成为国内优秀的具备研发和运营实力的移动游戏公司。目前公司已成功研发并上线的游戏有《海岛帝国》、《银河帝国》、《王者帝国》、《斯巴达战争》、《银河传说》；年收入90%以上收入来自海外。
5	COG（成都炎龙）	2.08%	附属成都炎龙科技旗下的海外游戏发行平台，合作方式是通过代理国内的游戏的独家海外发行权，以代理授权的方式将游戏授权给海外的公司。成都炎龙科技研发的《东游记》发行至北美、欧洲、东南亚等十多个国家。
6	完美世界	1.68%	完美世界是一家总部位于中国北京的网络游戏开发及运营公司，并于美国纳斯达克创业板上市，股票代码PWRD，在北美、南美、中东及东南亚均有布局，进行游戏产品的全球输出及投资。

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

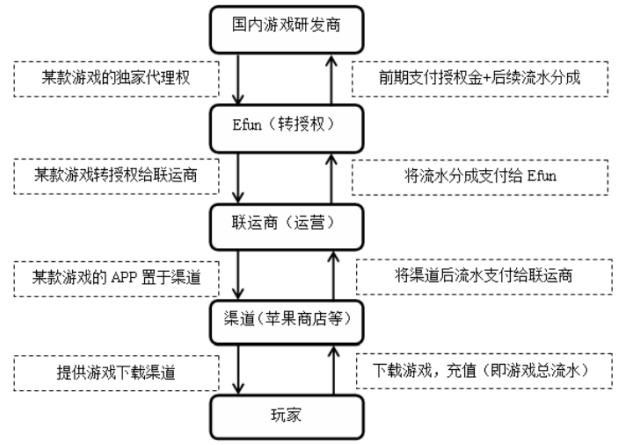
公司自13年起主营收入99%以上来自于境外移动网络游戏的运营收入，其中90%以上来源于代理运营游戏收入，因此一定程度上受益于人民币贬值的影响。公司与境外支付渠道的结算主要涉及美元等外币，到账期一般在两个月内。易幻网络的游戏运营模式包括代理运营模式和联合运营模式。1) 在代理模式下，易幻网络通过与游戏开发商合作，取得某款游戏产品在特定区域独家代理授权，由易幻网络负责该款游戏在此区域的各项运作工作，承担运营成本并取得运营收入，同时按协议向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。2) 在联合运营模式下，易幻网络在取得游戏开发商某款游戏产品在特定区域的独家代理授权后，与该区域的本土游戏运营商合作，由联运商负责各项运营工作，承担运营成本并取得运营收入，易幻网络按照协议向联运商收取一定比例的分成款，同时向游戏开发商支付游戏代理授权金和一定比例的分成款。因当地法律法规限制，目前联合运营模式主要在台湾地区采用。

Figure 11 代理运营模式



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

Figure 12 联合运营模式



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

从上游来看，易幻网络供应商比较分散，不存在过度依赖某一供应商的风险存在。

Figure 13 易幻网络前5大供应商

2015年1-7月			
序号	供应商名称	采购额(万元)	采购比例(%)
1	北京畅游时代数码技术有限公司	3,726.31	19.83
2	北京开心人信息技术有限公司	2,133.01	11.35
3	在线途游(北京)科技有限公司	1,031.10	5.49
4	Ray Joy Holdings Limited	907.39	4.83
5	完美世界网络技术有限公司	842.09	4.48
合计		8,639.90	45.98

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

从下游来看，易幻网络通过苹果和谷歌商店为前两大渠道代理运营游戏，其他客户也从侧面印证公司业务目前主要集中在港澳台地区。

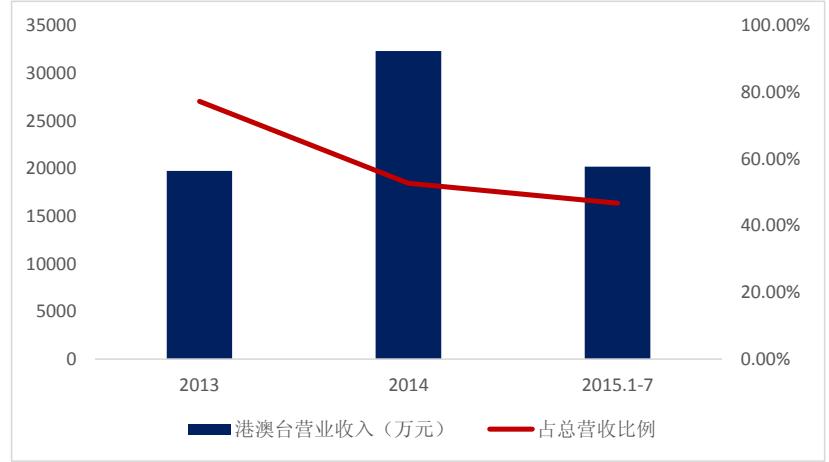
Figure 14 易幻网络前5大销售客户

2015年1-7月			
序号	客户名称	销售额(万元)	销售比例(%)
1	Google Inc	9,116.52	21.14
2	Apple Inc	8,809.04	20.43
3	Inch Interactive Entertainment Ltd	4,128.65	9.58
4	NAVER Corporation	3,335.53	7.74
5	GASH (HK)	3,097.02	7.18
合计		28,486.76	66.07

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

易幻网络14年在港澳台营收为3.23亿元，占总营收的52.7%，相比13年的77.3%有所下降。15年1-7月港澳台营收为2.02亿元，占总营收46.8%。

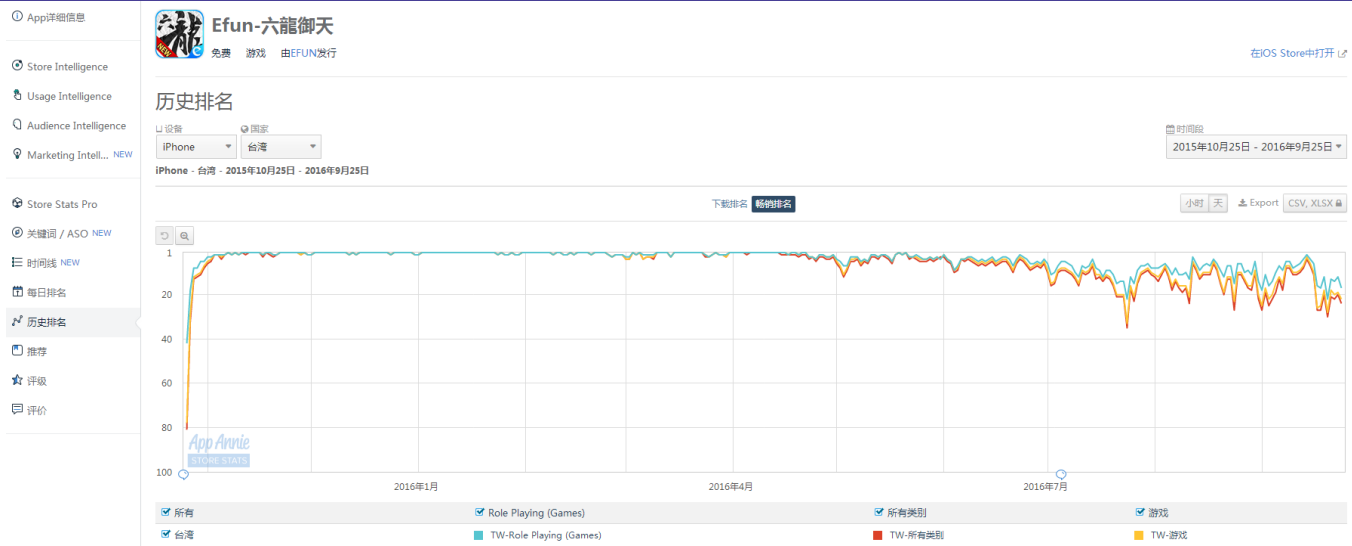
Figure 15 易幻网络港澳台地区营收及占比



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

其中主打产品《六龙御天》自15年10月正式上线以来，截止目前依旧保持角色扮演类游戏排名前列。

Figure 16 六龙御天排名情况 (台湾)



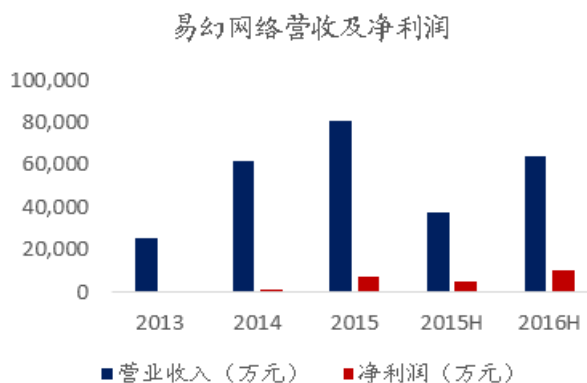
数据来源：Appannie，世纪证券研究所

易幻网络财务分析及未来展望

易幻网络14年相比13年营收大幅增加140%，正式步入高速发展阶段。我们认为1) 随着易幻网络优势区域逐渐增加，运营的游戏数量将大幅增长。14年公司新上线游戏54款，同比13年27款增长100%。2) 易幻网络运营模式愈发成熟，易幻网络运营游戏的成功率更高，从而获得更多的流水。3)

易幻网络主要运营的移动网络游戏生命周期较长，在代理游戏签约的阶段即重视对于游戏生命周期的测试和关注，因此易幻网络运营的游戏体现出长周期的特点，并能持续产生游戏收入。如13年上线的游戏《神雕侠侣》等仍在15年中报时贡献超过5000万收入。16年中报更加证实了我们的逻辑，报告期内易幻网络营收超6.4亿元，同比增长72%，净利润更是超过1.1亿元，同比增长112%。

Figure 17 易幻网络营收及净利润



数据来源：公司公告，世纪证券研究所

毛利率14-15年均保持在56%左右，相较于13年45%有不小的上升。易幻网络于2012年进入海外市场后，前期由于外包服务（包括平台开发、数据库维护广告推广等）由第三方承担，相应成本支出比较大。随着14年以后外包服务逐步转移至广州易幻完成，因此成本降低。对标同行业的上市公司昆仑万维和智明星通，我们发现13年易幻网络明显低于前两者。但随着易幻网络所发行的游戏产品整体流水的上升以及运营能力的提高，15年综合毛利率与昆仑万维和智明星通已无显著差异。

Figure 18 同行业公司毛利率对比

可比公司	项目	15年	14年	13年
昆仑万维	综合毛利率	63.76%	69%	71.49%
智明星通	综合毛利率	56.94%	67.30%	58.01%
易幻网络	综合毛利率	56.41%	56.96%	44.50%

数据来源：公司公告，世纪证券研究所

未来随着S级游戏逐渐落地，易幻网络有望保持高速发展态势。一方面，易幻网络进一步巩固和保持在港台、东南亚、韩国等优势地区的发行能力，16年下半年还有5-7款比较优秀的移动游戏作品有待发行，比如由范冰冰代言的《暗黑黎明2》，公司已经取得该产品在韩国发行权，总体来说2016年下半年度发行的精品游戏将比上半年度的数量更多、质量更好。另一方

面，易幻网络将加大在新市场的拓展力度，如俄罗斯、德国等欧美市场，补强上述地区的发行团队，布局符合上述市场的游戏作品，逐步实现移动游戏全球发行的全球化发展战略。我们统计出易幻网络预计16-18年发行的游戏产品，16年预计运营16款游戏，其中S级7款，覆盖港澳台，以及亚欧市场，17年及18年分别预计上线17款和22款。

盈利预测

盈利预测假设：

- 1) 公司16年上半年营收上升192%，公司营业收入变动主要来源于易幻网络70%股权收购，传统业务表现不佳，占比逐步下降。易幻网络为公司的营业收入和净利润分别贡献4.43亿元、0.83亿元，占比分别为63.64%和78.37%。在目前发展阶段，公司营收重点来源于易幻网络游戏流水收入，一旦今年公司完成剩余易幻网络剩余30%的股权收购，根据易幻网络业绩承诺16/17/18年净利润分别为1.55亿/2.02亿/2.62亿。因此。因此我们预计16-18年公司的收入增速为70%、25%、15%。
- 2) 毛利率维持在近三年平均水平。易幻网络近三年毛利率稳定，主要是由业务模式逐步成熟：易幻网络现有运营模式包括代理运营和授权运营模式。未来，在易幻网络的经营模式没有发生变化的情况下，其成本结构也不会发生变化。从主营业务成本构成、未来年度游戏发行规模来看，未来年度主营的毛利率维持在比较稳定的水平是合理的。
- 3) 所得税率维持在15%

依据假设条件，我们预测2016-2018年公司实现的营业收入分别为8.01亿元、10.02亿元11.6亿元；2016-2018年公司归属于母公司净利润分别为2.5亿元，3.5亿元与4.2亿元，对应EPS分别为0.63元、0.89元与1.07元。

选取游戏类可比上市公司，根据wind一致预期，2016年平均市盈率为65.29倍，参考行业平均PE的0.5倍-0.8倍，给予公司45倍市盈率，按照公司2016年EPS 0.63元测算，得到公司相对估值在20.57-32.91元之间。

给予宝通科技相对估值在20.57-32.91元之间，价值中枢在27.3元附近。

Figure 19 盈利预测

单位：万元	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	46,982.04	80,151.35	100,239.93	116,017.69
增长率	-6.49%	70.60%	25.06%	15.74%
减：营业成本	31,128.04	27,523.13	47,984.85	56,280.18
营业税金及附加	365.12	360.68	451.08	522.08
销售费用	3,093.93	16,127.41	7,339.89	7,245.77
管理费用	5,067.90	5,209.84	5,412.96	5,104.78
财务费用	-631.78	4,167.87	1,202.88	1,392.21
期间费用率	16.03%	31.82%	13.92%	11.85%
资产减值损失	320.82	92.20	43.34	52.96
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	7,638.00	26,854.62	37,891.61	45,525.63
增长率	-7.73%	224.43%	41.10%	20.15%
营业利润率	16.26%	33.50%	37.80%	39.24%
加：营业外收入	658.76	56.97	0.00	0.00
减：营业外支出	73.36	19.70	0.00	0.00
三、利润总额	8,223.40	26,891.89	37,891.61	45,525.63
增长率	-5.28%	209.76%	40.90%	20.15%
利润率	17.50%	33.55%	37.80%	39.24%
减：所得税	1,226.22	1,583.61	2,231.36	2,680.91
四、净利润	6,997.18	25,308.28	35,660.24	42,844.71
增长率	-4.93%	243.88%	40.90%	20.15%
归属于母公司所有者净利润	6,829.82	25,055.20	35,303.64	42,416.27
增长率	-7.18%	240.51%	40.90%	20.15%
净利率	14.54%	31.26%	35.22%	36.56%
少数股东损益	167.35	253.08	356.60	428.45
每股收益（元）（摊薄）	0.23	0.63	0.89	1.07
期末总股本（万股）	30,000.00	39,676.79	39,676.79	39,676.79
每股净资产（元）	2.97	3.38	4.27	5.34
净资产收益率	7.66%	18.70%	20.86%	20.04%

数据来源：Wind，世纪证券研究所

Figure 20 可比公司相对估值比较

代码	简称	最新 收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE			市净率 PB (LF)
				TTM	16E	17E	TTM	16E	17E	
002558.SZ	世纪游轮	49.72	838.77	0.28	0.60	0.73	180.01	82.32	67.70	12.01
002280.SZ	联络互动	19.71	429.12	0.17	0.25	0.37	116.04	79.57	53.94	7.20
002555.SZ	三七互娱	18.69	389.65	0.37	0.52	0.64	50.23	36.20	29.41	9.90
300418.SZ	昆仑万维	25.80	290.81	0.40	0.46	0.58	63.99	55.56	44.72	10.35
002174.SZ	游族网络	26.89	231.61	0.62	0.77	1.06	43.50	34.99	25.31	9.80
300113.SZ	顺网科技	33.77	231.52	0.63	0.74	0.98	53.24	45.72	34.44	10.70
002354.SZ	天神娱乐	70.44	205.75	1.44	2.18	3.01	48.83	32.38	23.42	4.20
300148.SZ	天舟文化	19.04	123.75	0.26	0.45	0.64	73.50	42.11	29.55	2.97
600652.SH	游久游戏	13.72	114.25	0.09	0.09	0.12	152.82	156.62	117.57	5.51
300494.SZ	盛天网络	37.34	89.62	0.33	0.43	0.54	113.93	87.45	69.68	10.73
平均		31.51	294.48	0.46	0.65	0.87	89.61	65.29	49.57	8.34

数据来源: Wind, 世纪证券研究所 (可比公司预测 PE 为 16.9.25 日 wind 一致预期)

Figure 21 公司 PE 估值

参考的 2016PE 为 65.29 倍; 预测的公司 2015EPS 为 0.63 元

估值折扣	50%	60%	70%	80%
2016 PE	32.65	39.17	45.70	52.23
每股价格 (元)	20.57	24.68	28.79	32.91

数据来源: Wind, 世纪证券研究所

风险提示

市场竞争加剧的风险

移动网络游戏运营行业发展日渐成熟, 竞争者数量较多, 成为行业中优秀的企业需要克服较高的进入壁垒。虽然易幻网络具有丰富的游戏发行和运营经验, 具有较强的竞争优势, 并利用精准的游戏产品定位能力和国际化产品发行和运营模式来降低市场竞争风险, 但是随着游戏市场规模的快速增长、游戏产品的更新换代、用户习惯的不断变化, 以及竞争对手对海外市场的不断渗透, 如果易幻网络发行的游戏产品不能适应市场需求变化, 不能强化自身核心优势, 扩大市场份额, 则将面临来自市场的激烈竞争。

汇率波动的风险

由于易幻网络主要业务收入来自于境外, 与境外支付渠道的结算主要

涉及美元等货币，账期一般在两个月以内，期间应收账款中的外币资产会面临一定的汇率风险，如果未来我国汇率政策发生重大变化或者未来人民币的汇率出现大幅波动，易幻网络可能面临一定的汇率波动风险。

海外市场政策风险

由于各个国家的文化和市场情况不尽相同，玩家喜好也有差异。如果公司推出的游戏产品无法满足境外玩家的喜好，或市场推广不符合当地的市场环境，可能导致公司无法获得理想的收益，甚至无法收回前期投入。公司未来将建立覆盖全球的业务网络，由于各个国家或地区的政策、法律、税务等存在差异，如果公司对当地的规定了解不全面，可能会面临境外经营活动无法满足当地监管要求的情况，从而可能会使公司遭受损失。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议, 任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.