

分析师： 栾雪飞
执业证书编号： S0050512100001
Tel: 010-59355511
Email: luanxf@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

宋城股份(300144.SZ)

——并非轻资产，关键看营销

投资要点

- 作为第一个文艺演出行业上市的公司，较符合“一次制作、多次传播”的国际文化行业投资逻辑；
- 本地业务进入成熟期，公司成长性需要考察异地扩张情况。随着异地扩张，公司业务并非市场普遍认为的轻资产类型，很难具备“轻资产行业业绩快速爆发的可能性”以及“穿越经济周期的防御性”，这对公司的资产建设与资金运用能力都提出了严格的要求，同时毛利率将受到影响；但是另一方面，一个在上市时以103.92倍市盈率获得融资、在经济低谷期趁机拿地扩张的企业，经济好转时，有望获得更大的基本面弹性和股价弹性；
- 从商业模式来看，文艺演出与当地旅行社以批发与零售的关系互为补养，公司核心竞争力在于“批发零售合同”的定价权，公司在杭州本土具有强大的品牌影响力，然而批发零售合同的异地定价权难度加大，异地项目开出普遍推迟，一方面证明异地拓展难度，另一方面证明公司决策较为谨慎。如果公司在散客市场发力，这与重资产逻辑一脉相承，成为公司战略变化的较好观察点，散客发力将意味着更重的资产投入，利润高速增长的实现将有被推迟的可能性。
- 公司2012-2013年EPS为0.47元、0.56元，市盈率分别为23.4X、19.6X。首次给予“增持”的投资评级。

餐饮旅游	
投资评级	
本次评级:	增持
跟踪评级:	未评级
目标价格:	

市场数据	
市价(元)	10.83
上市的流通A股(亿股)	2.20
总股本(亿股)	5.54
52周股价最高最低(元)	10.68-25.63
上证指数/深证成指	1959.77/7710.88
2011年股息率	0.25%



相关研究

行业深度报告：
《黄金十年，天步艰难》2012.11.19

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	504.53	580.21	771.68	1080.35
增长率(%)	13.44	15.0	33.0	40
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	222.22	260.89	310.91	389.36
增长率(%)	36.04	17.4	19.2	25.2
毛利率(%)	75.16	75	70	65
净资产收益率(%)	8.22	8.8	9.5	10.6
EPS(元)	0.60	0.47	0.56	0.70
P/E(倍)	27.02	23.40	19.63	15.68
P/B(倍)	2.28	2.06	1.86	1.67

来源：公司年报、民族证券

正文目录

文艺演出较为符合“一次制作，多次传播”的最佳投资逻辑.....	3
从资产轻重的角度分析公司核心竞争力	5
从营销角度分析公司核心竞争力	7
估值与投资建议	9

文艺演出较为符合“一次制作，多次传播”的最佳投资逻辑

“一次制作、多次传播”是文化传媒行业的最佳投资逻辑。

中国版权环境走向法治需要时间，与影视剧、动漫、音乐制作相比，文艺演出靠演艺人员重复演出获利，最大程度上规避了影视剧等行业的版权风险，具备国外传媒行业“多次传播”的最佳投资逻辑，带来“核心版权保护下的边际收益”；

然而，文艺演出不是特别具备“一次制作”带来的“资金或经济商誉的高进入壁垒”，这成为文艺演出的风险之一。

表 1：宋城股份石林阿诗玛项目投入产出分析

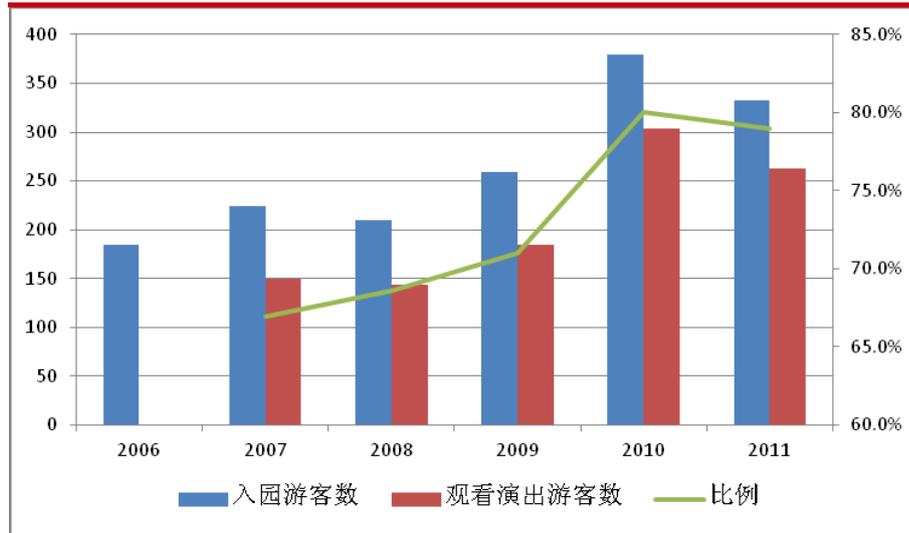
	说明	备注
总投资	2.2 亿元	购买土地使用权 3785 万元 建设工程及设备费用 14010 万元 工程建设其他费用 1443 万元 千古情创作费用 1062 万元 预备费用 700 万元 流动资金 1000 万元
年均营业收入	12617 万元	-
年均游客	112 万人次	-
年均净利润	6853 万元	-
投资回收期	6.93 年	-
FIRR	25.73%	-
FNPV	19691 万元	-
小结	总投资中，土地购置和工程建设费用占 87.45%，创作费用占比 4.8%，后期支出主要是演艺人员工资。 1) 单个项目总投资额不高，不具备资金壁垒； 2) 世界文化遗产景区背书带来的品牌壁垒——一线景区抢先布局，显示既有品牌宋城千古情的优势，以及管理层的选址运作能力（紧随印象系列——印象西湖、印象丽江、印象海南岛、印象大红袍）； 3) 商业模式上，演艺人员不依靠大牌明星，仅作为公司员工发放工资（公司 2011 年年报显示，员工数 754 人，总体薪酬占收入的比例为 10%，17 名高管人均薪酬 52.72 万元，所有员工人均薪酬 6.69 万元），占比较小，符合多次传播的投资逻辑； 4) 以上，不能完整构成投资的充分条件。	

资料来源：民族证券

正在成长期的，首先判断其生命周期。以锦绣中华为例，游客量从 1990 年开园 332 万人次，5 年来呈下降趋势，到 1995 年下降到 122 万人次；诸多主题公园往往都在当年或次年迎来客流量高峰。全球最成功的奥兰多迪斯尼世界，1971 年营业初年接待游客 2280 万人次，1992 年增至 3500 万人次，1998 年达到 4400 万人次，生命周期可达 10 几年，可穿越经济周期。

已经度过成长期的，如果局限于本地消费，是旅游股的特征，现金流稳定，不是成长股的投资逻辑。下图可见宋城景区已经度过成长期。杭州乐园《吴越千古情》的同城复制，容易分流本地客源。“项目异地复制”成为我们判断该类行业成长性的主要观察点。

图 1：宋城景区游客人数变化图



数据来源：民族证券

表 2：宋城股份异地项目拓展

	异地公司	注册资本 (亿元)	总投资	项目	预计开出时间
2011	三亚千古情旅游演艺有限公司	4.9	4.9 亿, 其中土地使用权 1.4 亿	天涯千古情	2013, 滞后半年
	丽江茶马古城旅游发展有限公司	1	3.34 亿 (2.5 亿超募, 0.84 亿自筹)	丽江千古情	2013, 滞后半年
	泰安千古情旅游演艺有限公司	3.5	3.5 亿, 其中土地使用权 1.26 亿	泰山千古情	原定 2012 年 7 月开演, 项目建设期推迟到 2013 年, 开出估计是 2014
	石林宋城旅游演艺有限公司	0.8	2.2 亿 (0.8 亿超募, 1.4 亿自筹), 其中土地使用权 2176 万	阿诗玛	2014
2012	武夷山项目	3.5	3.5 亿 (0.75 亿超募, 2.75 亿自筹)	武夷千古情	2014
	九寨沟项目	2.9	2.9 亿 (自筹)	九寨千古情	-
	峨眉山项目	洽谈中	-	-	-
小结	1) 截至《武夷千古情》，募投资金已基本分配完毕——那么，未来再有项目拓展，将以这几个项目的现金流供养； 2) 公司预计，未来保持每年 2 家开业进度，需要每年 6 亿元的新项目投资总额 (3 亿元*2) ——那么，以成熟期的《宋城千古情》每年带来 3 亿元经营性现金流净额为标杆，过去 2 年时间，超募资金为公司储备了三亚、丽江、泰安、石林、武夷山五个项目，用 3-4 年时间建设和培育，经营性现金流可以保证新项目持续滚动建设 (表 3)； 3) 以上，构成投资的充分条件。				

资料来源：民族证券

表 3：净现金流估算

	2012	2013	2014	2015
宋城千古情	3	3	3.2	3.5
三亚千古情	0	0.5	1	1.5
丽江千古情	0	0.5	1	1.5
泰山千古情	0	0	0.3	0.6
石林阿诗玛	0	0	0.2	0.4
武夷千古情	0	0	0.4	0.8
小计	3	4	6.1	8.3
增长率	-	33.33%	52.5%	36.1%

资料来源：民族证券（公司内部可行性报告数据显示，丽江项目年均收入 1.9 亿，年均游客 140 万人次，净利润 1 亿，投资回收期含建设期 6.82 年——我们认为，这将是成熟期丽江项目的业绩贡献，培育期和成长期较难实现）

从资产轻重的角度分析公司核心竞争力

该部分的结论：

- 1) 从表 4 来看，尽管公司毛利率和演艺门票收入占比两项指标，符合轻资产业务特征，但这只是必要条件；
- 2) 从表 5-6 来看，分两部分，投资规模和投资回收期两项指标，符合轻资产业务特征，而 ROIC 却显示出与华侨城 A 逐渐趋同的资产特征。在公司不同发展阶段，以绝对投资规模来判断资产轻重，有失公允。从 ROIC 这一相对投资规模的核心指标判断资产轻重，更合理；
- 3) 我们有理由同时得到两个结论——华侨城 A 正经历资产从重到轻的蜕变，而宋城股份正经历资产从轻到重的变迁。两者都符合产业发展规律；
- 4) 从重资产逻辑重新出发，公司业务将很难具备“轻资产行业业绩快速爆发的可能性”以及“穿越经济周期的防御性”，受到这对公司的资产建设与资金运用能力，都提出了严格的要求，同时毛利率将受到影响；但是另一方面，一个在上市时以 103.92 倍市盈率获得融资、在经济低谷期趁机拿地扩张的企业，经济好转时，有望获得更大的基本面弹性和股价弹性。

表 4：历史收入、利润构成

	营业收入	营业收入占比	毛利润	毛利润占比	毛利率
宋城景区	3.41 亿元	67.63%	2.81 亿元	80.48%	82.26%
杭州乐园	1.21 亿元	23.88%	0.78 亿元	22.39%	64.79%
小结	1) 宋城景区毛利率比杭州乐园高 18 个点，高毛利率构成轻资产业务的必要条件； 2) 宋城景区收入构成中，主要是景区和演艺联票收入，占比 85%以上，构成轻资产业务的必要条件。				

资料来源：民族证券

表 5：从资产角度分析公司核心竞争力

	宋城股份	华侨城 A
品牌	千古情系列	欢乐谷
盈利模式	文艺演出	旅游+地产，附送文艺演出

投资规模	3 亿元	12-15 亿元
投资回收期	5-7 年	8-12 年
ROIC	历史数据分两阶段： 07 年 16.85%，08 年 20.19%，09 年 16.83%； 2010 年 9.12%，2011 年 7.6%	12%
生命周期阶段	本地宋城景区：成熟期 本地杭州乐园：初创期 异地千古情项目：初创期	从一代到四代主题升级： 三代休闲度假和四代城市 综合体类生命周期更长
体制	民营	国企
投资逻辑	轻资产+品牌输出	重资产+品牌输出
小结	<p>1) 同为全国连锁品牌，同有 10-20 年主业运作经验，同在谋求异地政府合作与项目扩张。宋城抢先在演艺细分市场初建品牌并拿来上市，华侨城 A 一直将文艺演出节目作为一项生意附送给游客。按存量旅游人数计算，宋城景区年旅游人数 300 万人次，华侨城是它的 6.7 倍；</p> <p>2) 迪士尼（单个项目投资 200 亿，是华侨城的 20 倍，是宋城的 100 倍）、时代华纳，都是以重资产建设百年基业，“资产由重到轻”是产业发展规律；</p> <p>3) 以上两点证明，国际惯例和华侨城 A，均不适用于宋城股份的“市场轻资产投资逻辑”——未来宋城若以轻资产方式打破产业发展规律，凭借其在杭州的地缘优势和人缘优势建立起来的本土品牌，外地复制效果有赖于“同样的优势能否延续”；</p> <p>4) 公司近两年 ROIC 不足 10%，甚至低于华侨城 12% 的水平，与公司近年异地项目扩张直接相关；然而公司 07-09 年 ROIC 亦不足 20%，随着异地项目的利润贡献，ROIC 有望逐步回升，但在停止扩张前，将始终难以超越 20% 的历史最高水平，除非异地项目 ROIC 短期内显著超过宋城景区。——事实上，从 ROIC 来看，宋城显示出和华侨城 A 类似的财务特征，我们有理由认为，公司事实上是“重资产经营”，而非市场认为的轻资产投资逻辑（表 6）。</p>	

资料来源：民族证券

表 6：A 股上市公司“固定资产/总资产”与 ROIC 负相关

	2008	2009	2010	2011
相关度	-25.8%	-24.1%	-9.5%	-9.4%
宋城 FA/TA	9.50%（注 2）	12.03%（注 2）	11.86%	22.04%
华侨城 FA/TA	45.0%	35.2%	26.2%	23.2%
小结	<p>1) 2011 年“固定资产/总资产”提升较快，导致 ROIC 近两年迅速下降——2011 年数据符合该研究结论；</p> <p>2) 然而该结论不能解释，2010 年固定资产占比稳定，而 ROIC 却急速下降，逻辑上可能仍有漏洞（可能跟公司当年上市有关，待证明）；</p> <p>3) 2011 年数据显示，宋城股份和华侨城 A 在资产性质上趋同。</p>			

资料来源：国元证券研究成果（注：1）我们将尝试在后续报告中重新系统证明该结论；2）以宋城股份上市后的 2010 年总资产作为基准，测算 2008-2009 年的固定资产比例）

从营销角度分析公司核心竞争力

该部分的结论：

- 1) 从商业模式来看，文艺演出与当地旅行社以批发与零售的关系互为补养，公司核心竞争力在于“批发零售合同”的定价权：几年间得以在文艺演出收益方面取得 20 倍的数量级突破，年 300 万人次（1 天 1 万）的游客规模，显示出公司在杭州本土强大的品牌影响力。定价权获取更加隐蔽，不能从销售费用变化中找到痕迹；
- 2) 批发零售合同的异地定价权难度加大：华东模式与海南模式迥异。前者定价权在文艺演出单位，后者定价权在旅行社。对此我们目前无法做出准确预知；
- 3) 公司在散客市场发力与重资产逻辑一脉相承，这成为公司战略变化的较好观察点：海南项目将发力散客。散客发力一方面意味着与当地旅行社的“批发零售合同”定价权获取困难，另一方面意味着更重的资产投入，利润高速增长的实现将有被推迟的可能性；
- 4) 异地项目开出普遍推迟：一方面证明异地拓展难度，另一方面证明公司决策较为谨慎。

表 7：宋城景区团客人数和散客人数

项目	2009			2010. 1-6		
	人数	占比	增速	人数	占比	增速
散客人数	37	14.5	31	19.27	72.29	-
团队人数	220	85.5	21.5	7.38	27.71	-
小结	<p>1) 从招股书披露的宋城景区团队人数占比推导，公司采取的是与当地旅行社合作的营销方式。宋城原来一直是 3800 万收入，五六百万元利润，现在宋城毛利润 2 亿元，数量级突破需要非常规做法；</p> <p>2) 组团社、批发商、地接社的商业链条是，地接社先向批发商报价，批发商在其报价基础上，加上利润把价格反馈到组团社；组团社再加上利润及大交通费用，形成最终价报给消费者。关键点在于地接社——由于不具备定价权，竞争激烈，需要将自费景点（宋城景区、西湖之夜）加入旅行社固定线路提高利润。媒体数据显示，宋城自费景点为华东五市旅行社贡献 90% 游客。而事实上，杭州地接旅行社可选择的旅游演出有《宋城千古情》、《西湖之夜》和《印象·西湖》三台，从商业利益推导，宋城景区 90% 的游客，源于“宋城景区给予旅行社的较低折扣或较高的年底返点”（媒体数据显示，宋城给旅行社折扣为 5 折，年底对正大等地接旅行社按游客数返点）；</p> <p>3) 宋城试图绕过旅行社，直接发力散客，这需要两个基本配套：第一，建设配套硬件设施，资产将变重；第二，做网络营销平台——独木桥，而垂直票务平台需要足够的用户黏性，然而据报道，公司不考虑与其他旅游电子商务平台合作，这不符合电子商务发展趋势。</p>					

资料来源：招股说明书

表 8：杭州三台文艺演出基本数据

项目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
公司	宋城股份	印象西湖	金海岸
公演时间	1997	2007	2004
观众人数	2009 184	36	80

(万人次)	2008	144	23	23
演出场次	2009	1331	365	900
	2008	969	300	300
座位数量	2009	2000	-	-
	2008	2000	1300	800
演出场所	剧场		露天	剧场
表演形式	融合舞蹈戏曲杂技多元素		舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲
小结	<p>1)《宋城千古情》在杭州占6成市场份额，2011年观众300万人次，印象西湖80万人次，西湖之夜过百万人次，与表7逻辑一致；</p> <p>2)定价权需要分地域分析：据媒体报道，西湖之夜在杭州占份额第二的主要原因是，当地旅行社按照规则进行分配。然而宋城返点没有激励性，原因在于，华东模式的景区希望更多旅行社分销，以保证定价权，宋城招股书披露，2010上半年前5名旅行社只占销售额的11.33%。这跟海南模式通过一家旅行社做不一样，公司需要通过公关活动引起当地政府重视，拓展难度加大。</p>			

资料来源：民族证券

表9：公司销售费用占比

	2008	2009	2010	2011	2012H1
销售费用/收入	12.27%	8.07%	6.83%	8.30%	5.67%
小结	<p>1)销售费用主要包括两项：广告宣传费、西湖一日游营销费；</p> <p>2)销售费用占比呈下降趋势（2012H1可能与确认时点有关），这与公司异地拓展需要营销公关的现实不符。如何解释这一矛盾？第一，折扣与返点可能直接抵减收入项目；第二，筹建期项目的销售费用计入在建工程。——这与当年市场质疑洋河股份销售费用占比较低的问题相同，应该只是财务处理的方式问题，如果仅看毛利率，较难发现公司早期在争夺定价权方面的潜在增长点。</p>				

资料来源：民族证券

表10：宋城股份和杭州金海岸对比分析

	宋城股份	杭州金海岸
商业模式	娱乐+主题公园 千古情	娱乐+美食 全国18家演艺连锁剧院“金海岸演艺大舞台”（小品、表演、演唱）； 《西湖之夜》（260-280元一场）； 前身：金海岸大舞台——金舞池
品牌	-	不如印象系列和宋城。引入杨丽萍做舞台总监，孙楠做音乐总监
消费群体	团客	本地游客
年观众数	300万人次	350万人次
场地规模	自有，3000人	租赁，300-500人
演艺模式	演艺人员为公司员工，400-500人的演艺团队规模——消灭主角是宋城商业化运作的要点； 与杭州师范大学合作成立宋城舞蹈学	演艺人员为明星走穴，单个演员水平高过宋城；金海岸和电视台娱乐节目共享艺人； 云南映像过分依赖杨丽萍。

	院, 2012 年开始定向招生, 绝大多数学生毕业后输送到宋城舞台。	
营销方式	分别有针对团队和散客的子公司。杭州 1 个营销中心, 南京、苏州、合肥、扬州、上海、黄山、南昌、福州等地 9 个营销办事处。签约合作旅行社未来预计 3000 余家, 营销网络完全覆盖华东市场, 向全国渗透, 负责维护地接社关系, 深入宝钢等大型企业挖掘组团市场	从游客来源分析, 与宋城股份不完全相同。金海岸更类似于商业连锁的营销模式。
外地扩展能力	需要通过公关引起当地政府重视, 难度加大。如北京老舍茶馆, 在北京复制还行, 地方特色太浓。	金海岸和刘老根大舞台都开拓过上海市场, 刘老根一个月就撤离了。
小结	宋城股份和杭州金海岸商业模式不同, 导致二者营销模式可能差异较大。	

资料来源: 民族证券

估值与投资建议

作为第一个文艺演出行业上市的公司, 较符合“一次制作、多次传播”的国际文化行业投资逻辑。本地业务进入成熟期, 公司成长性需要考察异地扩张情况。随着异地扩张, 公司业务并非市场普遍认为的轻资产类型, 很难具备“轻资产行业业绩快速爆发的可能性”以及“穿越经济周期的防御性”, 这对公司的资产建设与资金运用能力都提出了严格的要求, 同时毛利率将受到影响; 但是另一方面, 一个在上市时以 103.92 倍市盈率获得融资、在经济低谷期趁机拿地扩张的企业, 经济好转时, 有望获得更大的基本面弹性和股价弹性。从商业模式来看, 文艺演出与当地旅行社以批发与零售的关系互为补养, 公司核心竞争力在于“批发零售合同”的定价权, 公司在杭州本土具有强大的品牌影响力, 然而批发零售合同的异地定价权难度加大, 异地项目开出普遍推迟, 一方面证明异地拓展难度, 另一方面证明公司决策较为谨慎。如果公司在散客市场发力, 这与重资产逻辑一脉相承, 成为公司战略变化的较好观察点, 散客发力将意味着更重的资产投入, 利润高速增长的实现将有被推迟的可能性。公司 2012-2013 年 EPS 为 0.47 元、0.56 元, 市盈率分别为 23.4X、19.6X。首次给予“增持”的投资评级。

表 11: 利润表简表

单位: 元	2008A	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	197,711,410.31	273,295,452.89	444,756,661.95	504,532,175.14	580,212,001.41	771,681,961.88	1,080,354,746.63
收入增长率		38.2%	62.7%	13.4%	15.0%	33.0%	40.0%
营业成本	46,805,683.71	82,141,466.53	105,488,846.32	125,278,040.84	145,053,000.35	231,504,588.56	378,124,161.32
毛利率	76.3%	69.9%	76.3%	75.2%	75%	70%	65%
营业税金及附加	7,153,845.96	9,757,316.00	15,718,223.34	19,260,611.23	20,887,632.05	27,780,550.63	38,892,770.88
营业税金及附加率	3.6%	3.6%	3.5%	3.8%	3.6%	3.6%	3.6%
销售费用	24,252,931.14	22,067,926.09	30,368,526.43	41,864,607.77	49,318,020.12	69,451,376.57	97,231,927.20
销售费用率	12.3%	8.1%	6.8%	8.3%	8.5%	9.0%	9.0%
管理费用	16,122,635.24	26,876,761.23	40,611,513.45	49,950,591.69	58,021,200.14	77,168,196.19	108,035,474.66

管理费用率	8.2%	9.8%	9.1%	9.9%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	12,428,777.24	17,430,889.13	23,890,594.49	-13,165,263.77	0.00	0.00	0.00
财务费用率	6.3%	6.4%	5.4%	-2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	515,697.20	-862,012.65	60,908.78	656,003.34	0.00	0.00	0.00
投资净收益	85,706.81	666,438.85			0.0%	0.0%	0.00
期间费用率	26.7%	24.3%	21.3%	15.6%	18.5%	19.0%	19.0%
营业利润	90,517,546.63	116,549,545.41	228,618,049.14	280,687,584.04	306,932,148.75	365,777,249.93	458,070,412.57
加: 营业外收入	393,654.36	3,576,824.35	2,309,221.03	20,918,624.41	0.0%	0.0%	0.00
减: 营业外支出	576,578.88	2,642,749.42	12,943,823.50	4,194,529.84	0.0%	0.0%	0.00
利润总额	90,334,622.11	117,483,620.34	217,983,446.67	297,411,678.61	306,932,148.75	365,777,249.93	458,070,412.57
减: 所得税	23,304,500.23	29,071,584.79	54,645,517.83	75,193,108.79	46,039,822.31	54,866,587.49	68,710,561.89
所得税率	11.8%	10.6%	12.3%	14.9%	15%	15%	15%
净利润	67,030,121.88	88,412,035.55	163,337,928.84	222,218,569.82	260,892,326.43	310,910,662.44	389,359,850.68
净利润率	33.9%	32.4%	36.7%	44.0%	45.0%	40.3%	36.0%
少数股东损益	2,865,400.93	1,416,966.00			0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	64,164,720.95	86,995,069.55	163,337,928.84	222,218,569.82	260,892,326.43	310,910,662.44	389,359,850.68
归属比例	95.7%	98.4%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
EPS 摊薄	0.12	0.16	0.29	0.40	0.47	0.56	0.70
EPS 增长率		35.6%	87.8%	36.0%	17.4%	19.2%	25.2%
总股本	554,400,000	554,400,000	554,400,000	554,400,000	554,400,000	554,400,000	554,400,000
市盈率	95.13	70.16	37.37	27.47	23.40	19.63	15.68
股价	11.01	11.01	11.01	11.01	11.01	11.01	11.01

资料来源: 民族证券

分析师简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。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或征价。本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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。