

# 三湘股份(000863)

公司研究/深度报告

## 收购张艺谋观印象，文化演艺新星升起

民生精品---深度研究报告/房地产行业

2015年7月22日

### 报告摘要：

#### ● 收购张艺谋团队打造的观印象100%股权，华丽变身文化演艺领军企业

公司拟19亿收购观印象100%股权，并向大股东、云锋新创等知名投资者配套募资19亿，发行价6.5元/股。观印象以张艺谋为首的核心导演团队为主创，由IDG等明星创投机构领投，是目前国内最知名、最成功的旅游演出创作和版权运营机构之一。其业务范围主要涵盖旅游文化演艺中的山水实景演出和情境体验剧两类，盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”模式，主要收入来源于演出项目创作、维护收入，和演出票务收入分成。2014年观印象未经审计的营业收入为1.4亿，净利润0.75亿。

#### ● 被市场忽略的“京津冀一体化”受益标的，未来销售弹性大

公司低成本获取的燕郊项目总建面约118万平，占未结面积的约50%，未来将大幅受益京津冀一体化。2011年10月，公司以楼板价635元/平获取了位于河北燕郊的京东森林海尚城项目。燕郊高新区隶属河北省三河市，与通州相互嵌入京东，是距离北京最近的高新技术开发区。我们预计燕郊项目有望于2016年实现预售，项目销售将直接受益京津冀一体化推进。

#### ● 三湘股份为A股稀缺的绿色住宅开发商，未来将受益行业绿色住宅发展大趋势

三湘股份坚持走节能环保的差异化竞争路线，以“太阳能绿色建筑专家”、“新风系统”等独特优势闻名，在绿色住宅领域已具有良好的品牌效应。三湘作为国内领先的绿色住宅开发商，未来将大幅受益行业绿色住宅发展大趋势。

#### ● 跨界文化可实现业务协同，有助估值提升，首次覆盖给予“强烈推荐”评级

我们认为三湘股份跨界文化演艺，可与地产主业实现良好协同效应，有助于提升未来业绩成长能力和估值水平，同时三湘股份也是被市场忽略的京津冀一体化受益标的，2015年起销售有望进入快增轨道，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示

房地产景气度低迷引致销售业绩低预期；

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,271	2,474	3,285	3,901
增长率(%)	-54.24%	94.69%	32.78%	18.75%
归属母公司股东净利润(百万元)	146	380	433	517
增长率(%)	-69.56%	159.70%	14.17%	19.34%
每股收益(元)	0.16	0.41	0.47	0.56
毛利率(%)	36.05%	38.89%	39.52%	39.52%
净资产收益率 ROE(%)	4.90%	11.28%	11.41%	11.98%
每股净资产(元)	2.4	2.7	3.0	3.4
PE	47.8	18.4	16.1	13.5
PB	1.0	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	42.4	11.8	10.7	9.3

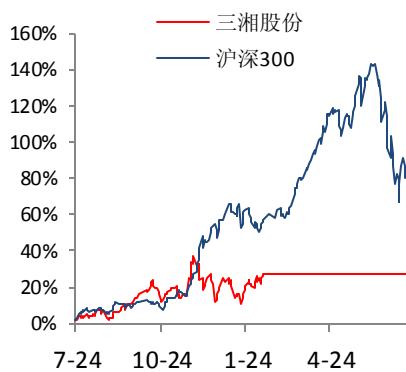
资料来源：民生证券研究院

### 强烈推荐 首次评级

#### 交易数据 (2015-07-22)

收盘价(元)	7.52
近12个月最高/最低	8.44
总股本(百万股)	956
流通股本(百万股)	175
流通股比例%	18.3%
总市值(亿元)	69.8
流通市值(亿元)	13.1

#### 该股与沪深300走势比较



### 分析师

分析师：温阳

执业证书编号：S0100515040001

电话：(8621) 60876731

Email: [wenyang@mszq.com](mailto:wenyang@mszq.com)

### 相关研究

## 目录

一、收购观印象 100%股权，华丽变身文化演艺领军企业 .....	3
(一) 公司拟收购观印象 100%股权并配套募资.....	3
(二) 观印象为张艺谋打造的文化演艺领军企业 .....	3
(三) 激励机制到位，防控观印象核心人才流失 .....	5
二、地产主业聚焦一线城市，未来大幅受益京津冀一体化 .....	5
(一) 三湘项目布局全部位于京沪深，历史经营稳健.....	5
(二) 预计 2015 年起，公司销售将进入快增轨道 .....	6
(三) 政策层面看，三湘将受益于京津冀一体化和绿色建筑大趋势 .....	8
三、盈利预测与投资建议.....	10
(一) 盈利预测.....	10
(二) 投资建议.....	10
四、风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

## 一、收购观印象 100% 股权，华丽变身文化演艺领军企业

### (一) 公司拟收购观印象 100% 股权并配套募资

2015 年 7 月 6 日，三湘股份发布预案：1) 拟发行股份及支付现金收购观印象 100% 股权：其中现金支付 9.5 亿，发行股份支付 9.5 亿（每股发行价格为 6.5 元）；2) 配套融资：通过锁价方式向黄辉、云锋新创、钜洲资产、裕祥鸿儒、李建光、池宇峰、杨佳露、唐振、兴全基金（定增 111 号）、光大保德信（诚鼎三湘）非公开发行股份募集配套资金，募集资金总额不超过 19 亿，发行价格为 6.5 元/股。

表 1：三湘股份拟发行股份及支付现金收购观印象 100% 股权

交易对方名称	对价合计(元)	现金对价(元)	股份对价(元)	发行股份数量(股)
上海观印向	728,650,000	364,325,000	364,325,000	56,050,000
Impression Creative Inc.	1,171,350,000	585,675,001	585,674,999	90,103,846
合计	1,900,000,000	950,000,001	949,999,999	146,153,846

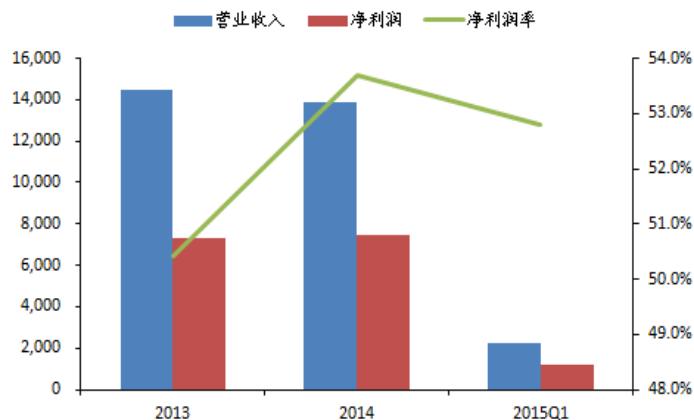
资料来源：公司公告、民生证券研究院

**业绩承诺：**观印象全体股东承诺观印象 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣除非经常性损益前后孰低的合并报表口径下归属于母公司所有者的净利润分别不低于 1 亿元、1.3 亿元、1.6 亿元。

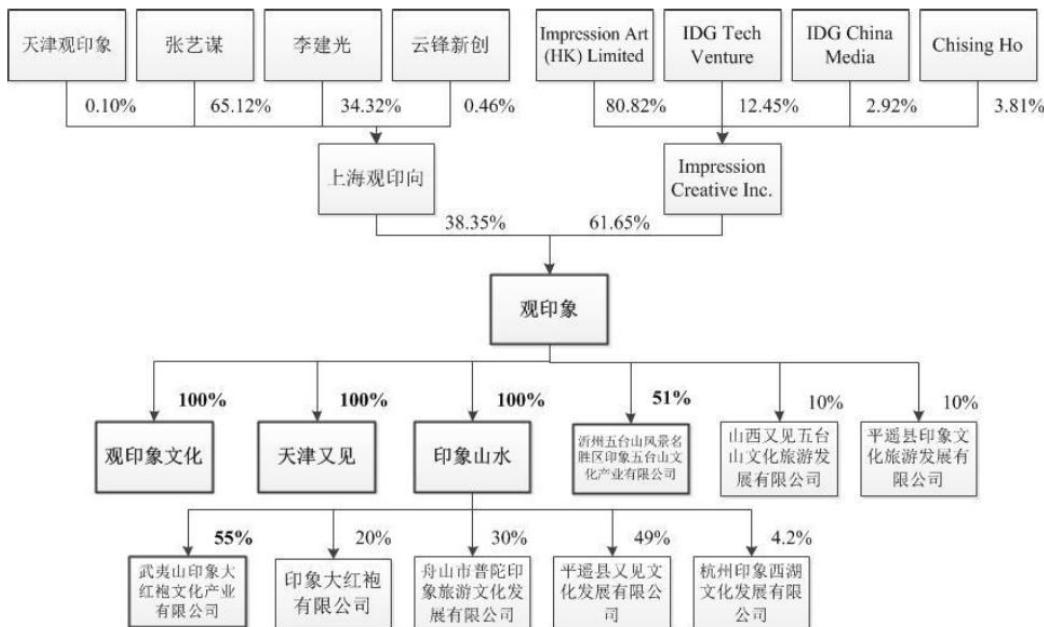
### (二) 观印象为张艺谋打造的文化演艺领军企业

观印象由以张艺谋为首的核心导演团队为主创，由 IDG 等明星创投机构领投。观印象主营业务为旅游文化演艺的策划、创意和制作，是目前国内最知名、最成功的旅游演出创作和版权运营机构之一。目前的业务范围主要涵盖旅游文化演艺中的山水实景演出和情境体验剧两类。观印象的盈利模式为“演出创作”+“知识产权许可”模式，主要收入来源于演出项目创作、维护收入，和演出票务收入分成。

截止 2014 年底，观印象所有演出剧目已累积演出超过 15,000 场，观演人次逾 3,000 万。近几年来，观印象演出每年总观演人次都在 500 万以上，实现票房年收入近 10 亿元。

**图 1：观印象营收、净利润及净利润率（万元、%）**


资料来源：公司公告、民生证券研究院

**图 2：观印象股权控制结构图**


资料来源：公司公告、民生证券研究院

**表 2：观印象演出项目概况**

演出项目	地区	所属景区	景区级别	演出主题
印象•刘三姐	广西阳朔	桂林漓江风景区	AAAAA	壮族民歌民谣
印象•丽江	云南丽江	丽江玉龙雪山景区	AAAAA	玉龙雪山民族风情
印象西湖	浙江杭州	杭州西湖风景区	AAAAA	西湖十景、杭州的历史传奇
印象大红袍	福建南平	南平武夷山风景名胜区	AAAAA	武夷岩茶文化
印象普陀	浙江舟山	舟山普陀山风景区	AAAAA	佛教文化
印象武隆	重庆武隆	武隆喀斯特旅游区	AAAAA	巴蜀川江号子
又见平遥	山西平遥	-	-	平遥古城票号兴衰故事
又见五台山	山西五台	忻州五台山风景名胜区	AAAAA	佛教文化

印象国乐/又见国乐 全国巡演

中国传统民乐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

### (三) 激励机制到位，防控观印象核心人才流失

三湘股份拟对观印象核心员工及张艺谋导演实施限制性股票激励计划，防控核心人才流失。三湘股份已于 2015 年 5 月 25 日召开董事会，6 月 11 日召开股东大会通过限制性股票激励计划，股票激励数额定为 3100 万股，其中预留 300 万股。根据《发行股份及支付现金购买资产协议》，该 300 万预留股份用于对新加入上市公司（含上市公司的控股子公司）的核心员工的激励。同时，根据《发行股份及支付现金购买资产协议》，未来公司将于业绩承诺期届满后对张艺谋导演进一步实施限制性股票激励计划，该等限制性股票自张艺谋导演在公司的后续服务期内分三年进行解锁。

## 二、地产主业聚焦一线城市，未来大幅受益京津冀一体化

### (一) 三湘项目布局全部位于京沪深，历史经营稳健

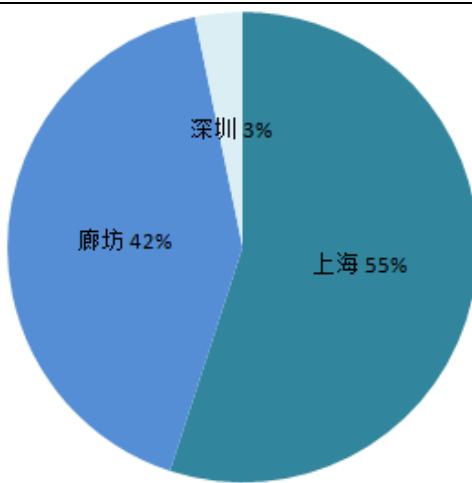
公司深耕上海房地产市场十余年，经营一直较为稳健，目前其项目储备主要位于上海、廊坊（京郊）和深圳，是地产公司中为数不多的纯一线城市标的。公司项目储备约 143 万平，其中上海占 55%、廊坊占 42%，深圳占 3%。此外公司基本每年都会在上海至少拿一块土地，并且也会关注北京、深圳及周边区域的土地。

表 3：公司项目分布表（万平）

项目名称	类型	地理位置	占地	建面	未结面积	权益	权益未结
财富广场三号楼		上海	0.6	2.9	2.9	100%	2.9
三湘七星府邸	住宅	上海杨浦区新江湾城	2.3	3.7	0.9	100%	0.9
三湘未来海岸	综合	上海杨浦区新江湾城	1.4	5.3	0.9	100%	0.9
上海三湘海尚城	综合	上海宝山区长江西路南侧	9.2	21.0	10.6	100%	10.6
虹桥三湘广场	商业	上海	1.5	6.7	6.7	100%	6.7
三湘海尚名邸	住宅	上海嘉定南翔镇宝翔路 188 弄	8.6	22.1	18.7	99%	18.6
中鹰黑森林	商住	上海普陀区新村路 1717 弄	8.9	27.4	9.8	99%	9.7
海尚黑森林	商住	上海崇明	20.0	20.0	20.0	99%	19.8
张江项目	住宅	上海张江	1.9	3.7	3.7	99%	3.7
前滩项目	住宅	上海浦东	1.4	2.8	2.8	99%	2.8
京东森林海尚城	商住	廊坊	36.2	117.9	117.9	50%	59.5
深圳三湘海尚花园		深圳南山区	9.3	30.0	30.0	16%	4.6
湘芒果项目	商办	上海徐汇区	1.9	7.0	7.0	30%	2.1
合计			102.9	270.3	231.8		142.7

资料来源：公司公告、民生证券研究院

图 3：公司项目布局集中在上海和北京周边



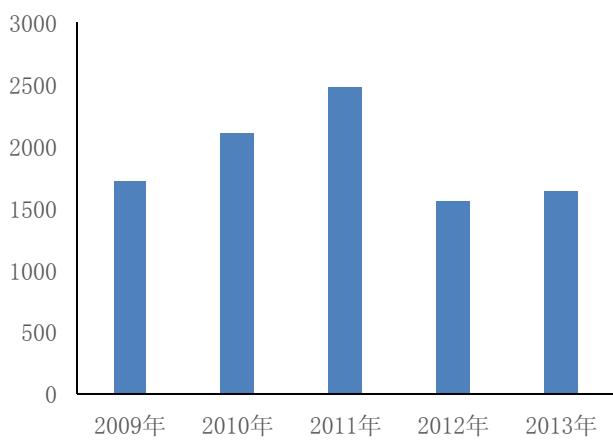
资料来源：民生证券研究院

## (二) 预计 2015 年起，公司销售将进入快增轨道

### 1、受益于城市布局，三湘股份近年来保持稳健经营，销售规模稳定在 20 亿左右

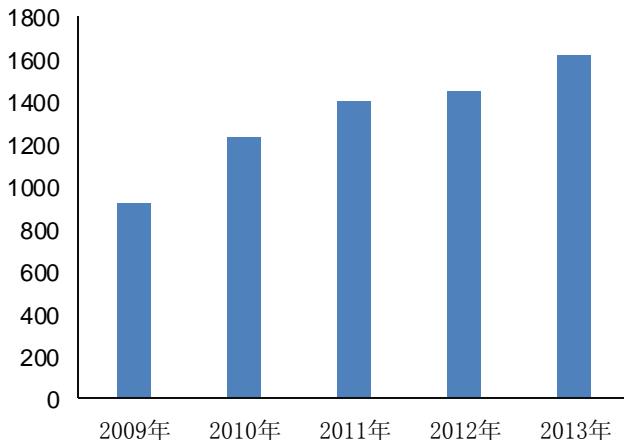
上海商品住宅市场持续受益于人口净流入，供求关系相对健康。供给方面，2009 年 -2011 年上海商品住宅新开工面积持续增长，2012 年受调控影响有较大回落，2013 年随销售回暖又有所上升。需求方面，虽然 2010 年以来，上海市出台了多项调控政策，抑制房价过快上涨，上海商品住宅成交均价增速放缓但仍呈上升趋势，需求依旧较为旺盛。

图 4：2009 年-2013 年上海商品住宅新开工面积（万平）



资料来源：民生证券研究院

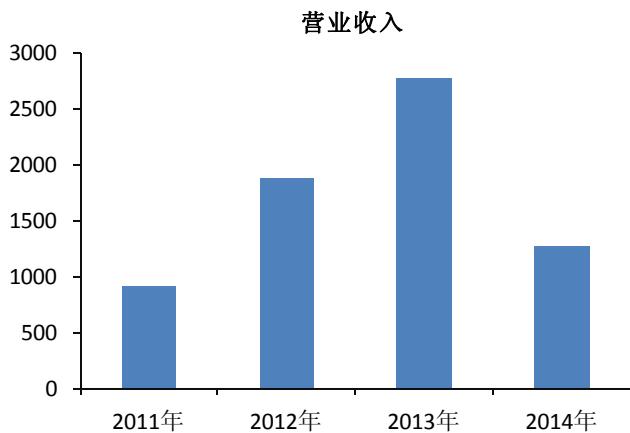
图 5：2009 年-2013 年上海商品住宅投资额（亿）



资料来源：民生证券研究院

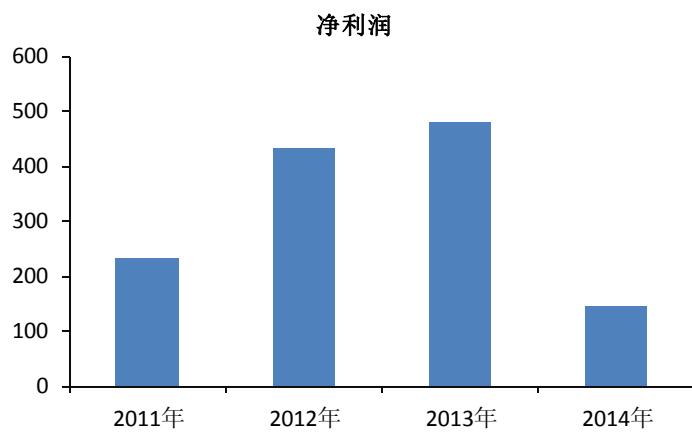
受益于城市布局，三湘股份自借壳上市以来，一直保持稳健的发展态势，年销售金额稳定在 20 亿左右，并顺利兑现了借壳时的利润承诺。2011-2013 年公司营业收入从 9.11 亿增长至 27.8 亿，复合增长率为 75%，净利润从 2.34 亿增长至 4.8 亿，复合增长率 43%。2011-2013 年合同销售金额分别为 6.21 亿、18.32 亿、20.08 亿，分别同增 195.01% 和 9.61%。

图 6: 近年营业收入稳健增长 (百万)



资料来源：民生证券研究院

图 7: 净利润亦保持快速增长 (百万)

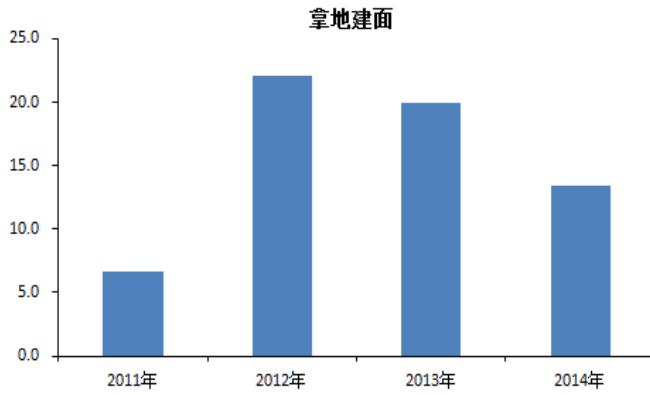


资料来源：民生证券研究院

## 2、2014 年公司加大上海的资源获取力度，预计 2015 年起销售将进入快增阶段

通过并购和招拍挂等多种途径，公司近两年加大了在上海的资源获取力度。1) 从量的方面看，2011 年-2012 年公司每年均在上海通过招拍挂获得一块土地。2013 年除了招拍挂公司还通过收购获得了中鹰黑森林项目。2014 年公司在上海土地市场频频发力，累计斩获三块优质土地；2) 从质的方面看，公司 2014 年获取的土地资源在区位上更为优越，无论是张江南区地块还是黄浦区前滩地块，均属于核心区域的焦点地块。这些优质土地资源的获取，一方面有利于公司打造品牌高端形象，提升美誉度；另一方面为公司的成长打下了坚实基础。

图 8: 14 年加大了上海拿地力度，尤其是核心区域地块 (万平)



资料来源：民生证券研究院

图 9: 2014 年上海拿地总金额大幅增长 (亿)



资料来源：民生证券研究院

预计 2015 年起公司优质项目资源将开始逐步释放，销售有望进入快增阶段。1) 按照正常的开发节奏，公司 2015 年可售货源中除了三湘海尚名邸、中鹰黑森林等滚动开发项目，崇明、张江项目均有望实现预售；2) 预计廊坊项目和前滩项目有望在 2016 年实现预售。我们判断，从目前公司已获取的资源看，充裕的可售货源有望使公司 2015 年起销售

进入快增阶段。

### (三) 政策层面看，三湘将受益于京津冀一体化和绿色建筑大趋势

#### 1、燕郊项目将直接受益京津冀一体化推进

2011年10月，公司以楼板价635元/平的较低成本，获取了位于河北燕郊的京东森林海尚城项目。地块位于河北燕郊高新区，六地块总地价8.59亿元，其中五块是住宅用地，一块是商业用地，用地面积36.16万平方米，合同建筑面积117.93万平方米，公司的权益比例为50.49%。

燕郊项目区位条件优越、交通便利。燕郊高新区隶属河北省三河市，与通州相互嵌入京东，西距天安门30公里，西北距首都机场25公里，东南距天津港120公里，是距离北京最近的高新技术开发区。高新区交通条件日趋完善，已形成集高速、铁路、公路的立体交通网络。

图 10：燕郊高新区位置图



资料来源：网络资料

图 11：燕郊高新区位置图



资料来源：网络资料

我们认为，随着未来京津冀一体化的推进，燕郊高新区将承接更多京津产业导入，区域发展将驶入快车道。燕郊在人口、产业等方面承担着北京新城的职能。目前燕郊常住人口约50万，其中约30万人是往返于北京和燕郊之间的跨省上班族。经历二十多年的发展，燕郊自身也开始形成一系列高新技术产业集群，未来有望吸引更多的企业和科研机构入驻，从而使京津产业向燕郊的转移。整个燕郊板块有望受益于产业、人口的持续流入以及社会财富的不断集聚。

#### 2、三湘坚持走绿色科技地产差异化竞争路线，符合行业趋势，未来将更多受益政策扶持

自2012年起，政府明显加大了对绿色建筑的扶持，预计未来政府在绿色建筑的推广方面仍会持续加大力度：1) 2012年4月，财政部联合住建部发布《关于加快推动我国绿色建筑发展的实施意见》，提出了量化的绿色建筑发展目标：到2020年，绿色建筑占新建

建筑比重超过 30%，力争到 2015 年，新增绿色建筑面积 10 亿平方米以上。《实施意见》还明确了对高星级绿色建筑的财政奖励：(2012 年标准)二星级绿色建筑 45 元/平方米(建筑面积)，三星级绿色建筑 80 元/平方米。2) 2012 年 5 月，住建部发布《“十二五”建筑节能专项规划》，提出金融机构对购买绿色住宅的消费者在购房贷款利率上可给予适当优惠。3) 2013 年 1 月，国务院办公厅“1 号文件”转发国家发展和改革委员会、住房和城乡建设部的《绿色建筑行动方案》，将绿色建筑行动上升为国家战略。4) 2014 年 6 月，上海市发布《上海市绿色建筑发展三年行动计划(2014-2016)》，要求 2014 年下半年起新建民用建筑原则上全都要按照绿色建筑一星级及以上标准建设，对符合示范要求的绿色建筑、装配式建筑项目，由市级财政给予 60 元/平方米的资金补贴。

三湘股份是业内为数不多的主打绿色地产的中小型房企。十余年来，公司以“太阳能绿色建筑专家”的品牌形象闻名沪上，坚持走节能环保的差异化竞争路线，在绿色住宅领域已具有良好的品牌效应。自 2000 年第一个在上海市采用分时电表，到 2007 年率先在高层住宅中引入“太阳能与建筑一体化技术”、2013 年收购有丰富高科技环保地产开发经验的中鹰置业，公司确立了“科技创新—节能环保—可持续发展”的发展战略，在打造节能减排的人性化住宅上不断取得突破。

图 12：三湘股份绿色住宅发展之路



资料来源：民生证券研究院

### 三、盈利预测与投资建议

#### (一) 盈利预测

核心假设：

- 1、2015-2017 年公司商品房销售均价涨幅为 0%；
- 2、2015-2017 年公司结算面积分别为 7.8、9.4、14 万平；
- 3、2015-2017 年房地产租赁、装修业务毛利率与 2013 年持平。

我们预计 2015-2017 年公司分别实现营业收入 24.7 亿元、32.8 亿元和 39.0 亿元，同比分别增长 95%、33% 和 19%，归属于母公司的净利润分别为 3.8 亿元、4.3 亿元和 5.2 亿元，同比分别增长 160%、14% 和 19%，对应每股收益 0.41 元、0.47 元和 0.56 元。

#### (二) 投资建议

我们预计 2015-17 年公司实现归属于母公司的净利润分别为 3.8 亿元、4.3 亿元和 5.2 亿元，同比分别增长 160%、14% 和 19%，对应每股收益 0.41 元、0.47 元和 0.56 元。给予“强烈推荐”评级。

### 四、风险提示

市场景气度降低引致销售低于预期；并购预案未通过监管机构审核。

**公司财务报表数据预测汇总**
**利润表**

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
一、营业收入	1271	2474	3285	3901
减：营业成本	813	1512	1987	2360
营业税金及附加	126	223	329	390
销售费用	56	62	99	117
管理费用	149	99	148	176
财务费用	111	104	121	141
资产减值损失	0	0	0	0
加：投资收益	139	0	0	0
二、营业利润	154	474	602	718
加：营业外收支净额	27	0	0	0
三、利润总额	181	474	602	718
减：所得税费用	62	95	169	201
四、净利润	119	380	433	517
归属于母公司的利润	146	380	433	517
五、基本每股收益 (元)	0.16	0.41	0.47	0.56

**主要财务指标**

项目	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>EV/EBITDA</b>	42.4	11.8	10.7	9.3
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	-54%	95%	33%	19%
营业利润同比	-80%	358%	25%	19%
净利润同比	-70%	160%	14%	19%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
存货周转率	0.3	0.3	0.4	0.4
总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	36.0%	38.9%	39.5%	39.5%
净利率	11.5%	15.3%	13.2%	13.3%
总资产净利率 ROA	1.3%	2.7%	2.7%	2.8%
净资产收益率 ROE	4.9%	11.3%	11.4%	12.0%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	0.3	0.4	0.4	0.5
资产负债率	18.3%	21.6%	22.3%	23.7%
长期借款/总负债	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.16	0.41	0.47	0.56
每股经营现金流量	-3.3	0.1	-1.3	0.6
每股净资产	2.4	2.7	3.0	3.4

资料来源：民生证券研究所

**资产负债表**

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	1970	2457	2493	3243
应收票据	0	0	0	0
应收账款	15	25	29	25
预付账款	6	12	15	18
其他应收款	609	829	1081	1187
存货	7683	9300	11387	12532
其他流动资产				
<b>流动资产合计</b>	10283	12622	15005	17005
长期股权投资	402	402	402	402
固定资产	55	57	59	60
在建工程	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	1235	1240	1241	1243
<b>资产总计</b>	11518	13862	16246	18248
短期借款	366	0	0	0
应付票据	11	21	27	32
应付账款	362	466	514	391
预收账款	1659	2474	3285	3901
其他应付款	1151	1255	1340	1326
应交税费	-142	0	0	0
其他流动负债	12	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	3788	4766	5717	6202
长期借款	4543	5543	6543	7543
其他非流动负债	14	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	4659	5645	6645	7645
<b>负债合计</b>	8447	10411	12362	13847
股本	426	426	426	426
资本公积	810	810	810	810
留存收益	109	109	109	109
少数股东权益	86	86	86	86
<b>所有者权益合计</b>	3071	3451	3884	4401
<b>负债和股东权益合计</b>	11518	13862	16246	18248

**现金流量表**

项目 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流量	-1425	52	-540	243
投资活动现金流量	155	-5	-5	-5
筹资活动现金流量	2789	440	581	512
现金及等价物净增加	1519	487	36	750

## 插图目录

图 1: 观印象营收、净利润及净利润率 (万元、%) .....	4
图 2: 观印象股权控制结构图 .....	4
图 3: 公司项目布局集中在上海和北京周边 .....	6
图 4: 2009 年-2013 年上海商品住宅新开工面积 (万平) .....	6
图 5: 2009 年-2013 年上海商品住宅投资额 (亿) .....	6
图 6: 近年营业收入稳健增长 (百万) .....	7
图 7: 净利润亦保持快速增长 (百万) .....	7
图 8: 14 年加大了上海拿地力度, 尤其是核心区域地块 (万平) .....	7
图 9: 2014 年上海拿地总金额大幅增长 (亿) .....	7
图 10: 燕郊高新区位置图 .....	8
图 11: 燕郊高新区位置图 .....	8
图 12: 三湘股份绿色住宅发展之路 .....	9

## 表格目录

表 1: 三湘股份拟发行股份及支付现金收购观印象 100% 股权 .....	3
表 2: 观印象演出项目概况 .....	4
表 3: 公司项目分布表 (万平) .....	5

## 分析师简介

温阳，中国人民银行研究生部金融学硕士。2011年4月加入国泰君安证券，从事房地产行业研究工作，2015年3月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上

行业评级标准	推荐	说明
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

## 民生证券研究院：

**北京：**北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

**上海：**浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室； 200120

**深圳：**深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 518040

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。