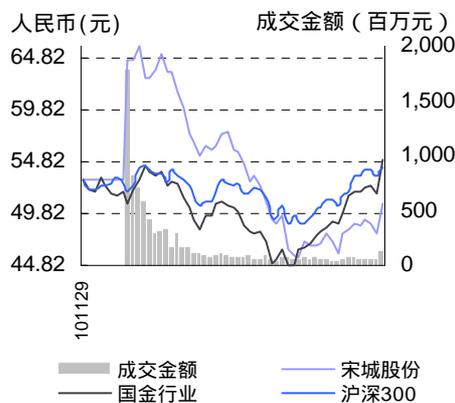


市价(人民币)：50.74 元
目标(人民币)：55.60-60.80 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	33.60
总市值(百万元)	8,524.32
年内股价最高最低(元)	65.91/45.60
沪深 300 指数	3257.91



相关报告

- 1.《四季度增速放缓,投资机会尚待时日》, 2011.1.13
- 2.《内生、外延铸就成长空间》, 2010.12.1

毛峥嵘 分析师 SAC 执业编号：S1130208070237
(8621)61038317
maozhr@gjzq.com.cn

文化演艺为载体，市场化运作为核心

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)		0.690	0.968	1.277	1.769
每股净资产(元)	2.74	2.11	14.68	15.84	17.51
每股经营性现金流(元)	1.65	1.20	1.60	1.76	2.42
市盈率(倍)	N/A	N/A	58.12	39.73	28.68
行业优化市盈率(倍)	27.16	58.07	58.07	58.07	58.07
净利润增长率(%)	41.97%	35.58%	87.03%	31.88%	38.50%
净资产收益率(%)	39.10%	32.69%	6.60%	8.06%	10.10%
总股本(百万股)	N/A	126.00	168.00	168.00	168.00

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 2月16日，我们实地调研了宋城股份，对景区经营、募投项目及异地扩张进程等情况进行了详细沟通。
- **2010年显著受益世博会和杭州旅游市场发展，主业经营高速增长：**基于快速增长的杭州旅游市场，公司主要景点-宋城景区2010年接待情况火爆。我们预计全年游客数接近380万人次，同时人均旅游消费水平亦有所提高。
- **2011年经营亮点：景区提价“以价补量”，杭州乐园加快建设：**我们在景区内通过对部分旅行社的草根调研后发现，公司与旅行社的结算价格亦大致提高了20元/人次，即此次提价所产生的营收增长将绝大部分由公司吸收。同时，根据此次调研的情况以及近期对周边景区今年市场销售预期的了解，我们对今年的游客量持更为谨慎的态度，进一步下调预期值至322万人次。因此，“以价补量”的经营选择是公司维持宋城景区盈利能力的重要方式。杭州乐园一期建设从去年12月开始至今年4月。本次改造将扩大游玩面积、增加大型游乐项目，并新增顶棚、回廊和部分景观。考虑到公司目前拥有较强的旅行社销售渠道，我们认为“杭州之夜”如果在年内开演，则有望成为今年业绩的亮点之一。
- **异地复制扩张稳步推进，三亚项目规模或将整体扩展：**由于部分事项审批尚在继续，三亚项目的进展低于市场预期。考虑到目前超募资金较多，公司可能会扩大对三亚项目的规划，除了放入景区和文化演出节目，还将加入游乐、餐饮等要素，预计整个项目在2012年下半年推出来。因此2012年将面临较大的期间费用等，项目盈利可能要在2013年以后。
- **独特的经营体系：文化要素的商业化运营：**通过本次调研，我们感受到公司对景区及文化表演的规划、设计、运营、管理都紧贴市场，整体表现出较高的市场化经营效率和相当程度上的创新意识。此外，我们认为公司积极有效的营销手段亦为其带来较大的竞争优势。

投资建议

- 我们维持对公司2010年的业绩预测为EPS：0.968元；考虑到游客量的下降和票价提价分成比例两个要素的影响，调整2011年每股收益预测值为1.277元，小幅上调0.31%；鉴于2012年三亚项目投入运营将产生一定的当期费用，下调2012年的盈利预测至每股收益为1.769元。调整幅度为5.6%。

- 公司 IPO 募集资金共 222,600 万元，剔除计划募股资金项目所需资金，超募资金高达 16.25 亿元，按照目前股本 16,800 万元计算，每股持有超募现金达到 9.675 元，这是当前股价中隐含的部分价值。按照 50.74 元的收盘价计算，剔除每股超募现金后对应价格为 41.06 元，2010~2012 年动态市盈率分别为 42.4 倍、32.2 倍和 23.2 倍，处在旅游板块的中低端。鉴于公司目前主业良好的成长性以及稳步推进的异地扩张，我们认为公司的合理目标估值应达到 36~40 倍旅游资源类上市公司的估值区间。
- 据此，我们上调公司评级至“买入”（首次评级），给予公司 55.6~60.8 元的目标价格，而三亚项目的全面启动有望成为公司股价表现的催化剂。此外，考虑到公司目前的绝对股价水平和资本公积金状况，我们认为公司 2010 年年报高送配概率较大，如果方案超过市场预期，亦将推动股价上涨。

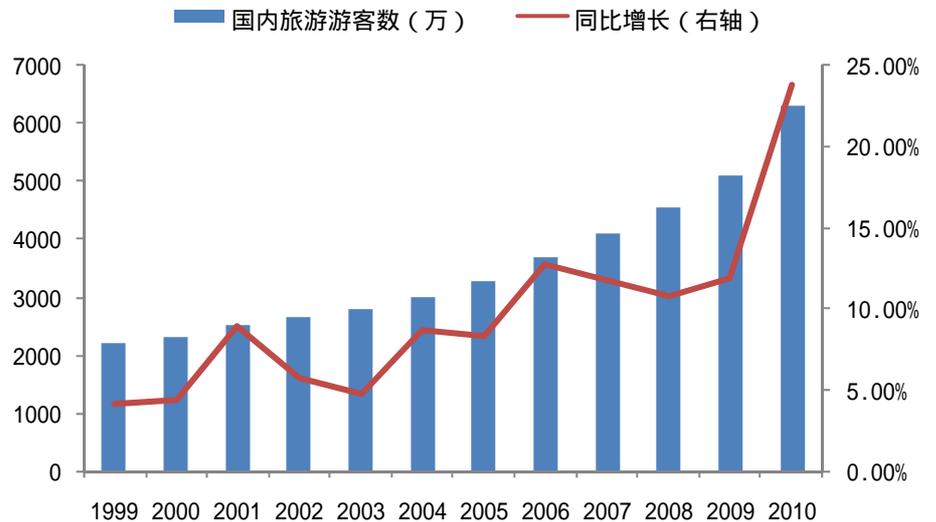
风险

- 公司经营情况良好，但此前市场对公司寄予较高的期望，因此若部分项目进程低于预期，可能将影响股价表现；
- 3 月 9 日将有 840 万股的限售股解禁，由于目前公司股价已经破发，存在一定股价压力。

2010 年显著受益世博会和杭州旅游市场发展，主业经营高速增长

- 杭州统计局最新公布数据显示，2010 年杭州国内游客数达到 6304.89 万人次，同比增长 23.8%，增速为 1999 年以来的最高值(见图表 1)，而从当地各景区经营反馈的数据来看，2010 年杭州旅游市场的快速发展显著受益于上海世博会的外溢效应和挤出效应。

图表 1：杭州市国内旅游游客数及增长(1999 年-2010 年)



来源：杭州市统计局，国金证券研究所

- 基于快速增长的杭州旅游市场，公司主要景点-宋城景区 2010 年经营火爆。从此次调研的情况来看，我们预计宋城景区全年接待游客数接近 380 万人次，人均旅游消费水平亦有所提高。

2011 年经营亮点：景区提价“以价补量”，杭州乐园加快建设

- 我们认为，世博会对公司景区游客数增长的强劲拉动，尤其在下半年，在 2011 年很难弥补。今年宋城景区的经营看点在于提价后的市场表现：从 2011 年 1 月 1 日起，宋城景区门票提价 20 元/人次。我们在景区内通过对部分旅行社的草根调研后发现，公司与旅行社的结算价格亦大致提高了 20 元/人次，即此次提价所产生的营收增长将绝大部分由公司吸收。然而，2010 年宋城景区接待游客量达到 380 万人次，较 09 年增长近 50%，就我们对上海周边景区的考察来看，这一增速受世博会带动的正面影响十分显著，而随着世博效应的褪去，我们认为，宋城景区接待游客量出现较大幅度的下降难以避免。
- 根据此次调研的情况以及近期对周边景区今年市场销售预期的了解，我们对今年的游客量持更为谨慎的态度，预期由之前的 360 万人次进一步下调至 322.1 万人次(见图表 2)，如需调整还需等待旺季数据加以佐证。因此，“以价补量”的经营选择是公司维持宋城景区盈利能力的重要方式。

图表 2：宋城景区经营情况预测

(宋城景区)	2007	2008	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
景区游客总数(万人次)	222.7	209.8	257.6	161.9	379.6	322.1	333.8
景区游客增长率		-5.8%	22.8%	32.5%	47.4%	-15.2%	3.6%
不观看演出人数	72.4	65.4	73.5	33.7	80.4	76.4	84.8
增长率		-9.64%	12.34%		9.50%	-5.00%	11.00%
观看演出人数	150.3	144.4	184.1	128.1	299.2	245.7	249.0
增长率		-3.89%	27.49%		62.46%	-17.88%	1.35%
游客ARPU值	52.7	67.5	72.8	81.4	87.7	97.7	101.9
增长率		28.2%	7.9%		20.4%	11.4%	4.3%
不观看演出游客ARPU值	44.2	50.0	53.9	58.4	60.0	61.0	63.0
增长率		13.24%	7.70%	8.29%	11.35%	1.67%	3.28%
观看演出游客ARPU值	56.2	75.1	80.1	87.5	95.0	109.0	115.0
增长率		33.70%	6.63%	9.14%	18.56%	14.74%	5.50%
主营业务收入(百万元)	117.24	141.67	187.60	131.80	332.80	314.70	340.11
增长率		20.8%	32.4%	51.1%	77.4%	-5.4%	8.1%
景区门票收入	31.98	32.72	39.59	19.68	48.27	46.62	53.45
景区和演艺联票收入	84.46	108.54	147.55	112.06	284.20	267.77	286.32
景区商品销售收入	0.8	0.4	0.5	0.1	0.3	0.3	0.3
商品销售占门票收入比例	0.69%	0.29%	0.24%	0.04%	0.10%	0.10%	0.10%
演出场次	927	969	1331	703	1551.25	1149.75	1131.5
座位数	2093	2093	2093		2641.75	3189	3189
上座率	77.46%	71.22%	66.10%		73.00%	67.00%	69.00%
单场成本(万元)	2.77	2.11	2.70	2.31	3.00	3.65	3.80
主营业务成本(百万元)	25.70	20.47	36.00	16.27	46.54	41.97	43.00
毛利润(百万元)	91.55	121.20	151.60	115.53	286.26	272.74	297.11
毛利润增长率		32.4%	25.1%		88.8%	-4.7%	8.9%
宋城景区毛利率	78.1%	85.5%	80.8%	87.7%	86.0%	86.7%	87.4%

来源：国金证券研究所

- 杭州乐园从去年 12 月开始休园，目前正在加紧推进一期改扩建工程，暂定于今年 4 月 2 日重新开园。本次改造后，不仅游玩面积新增 2 万多平方米，刺激好玩的大型游乐项目也将一下子新增十余个，并新增顶棚、回廊和部分景观。随后，二期、三期工程将开工，主要是增加滑雪场、动物园等设施。杭州乐园的游客主要为 2-3 小时交通圈内的本次居民，营销方式也是以广告和活动策划为主。本次利用 IPO 募集资金对杭州乐园的品质进行了全面升级，随着周边基础交通设施的日益完善，乐园对公司的业绩贡献将逐渐释放。
- 杭州乐园下属的第一世界大剧院有望在今年推出融合世界风情、中国元素以及杭州萧山“跨湖桥文化”为一体的“杭州之夜”表演。考虑到公司目前拥有较强的旅行社销售渠道，我们认为“杭州之夜”如果在年内开演，则有望成为今年业绩的亮点之一。虽然“杭州之夜”仍以团队游客为主要客户群，但在具体的营销策略上，可通过不同的定价策略将其目标客户群与“宋城千古情”的区分开来。两台秀并不存在十分显著的直接竞争关系，反而可以共同分享杭州旅游文化演艺市场的快速成长。
- 按计划，动漫馆将在 2012 年开业，今年则可能仅贡献一小部分租赁收入。改造后的动漫馆客源以散客为主，市场的建构需要一定时间，同时考虑到动漫馆改造将带来大量的折旧和摊销费用，即使在 2012 年开业，对当年的业绩贡献并不会很显著。

异地复制扩张稳步推进，三亚项目规模或将整体扩展

- 由于部分流程审批尚在进行中，三亚项目的进展低于市场预期，但公司依然在积极推进该项目。考虑到目前超募资金较多，公司可能会扩大对三亚项目的规划，除了放入景区和文化演出节目，还将加入游乐、餐饮等多种旅游消费要素，将三亚项目打造成三亚旅游市场中最为重要的晚间旅游休闲目的地。按照现在时间计划，预计整个项目在 2012 年下半年建成投入运营，由于市场培育需要一段过程，而 2012 年又将面临较大的期间费用等，因此，预计项目实现盈利可能要在 2013 年以后。

独特的经营模式：文化要素的商业化运营

- 通过本次调研，我们感受到公司对景区及文化表演的规划、设计、运营、管理都紧贴市场，整体表现出较高的市场化经营效率和相当程度上的创新意识，而文化演艺的创新亦往往围绕市场需求进行。此次调研让我们对公司经营感到颇为有创意的是，公司对景区内商铺采取定业态拍卖的方式收取租金，此举不仅能够有效控制景区内各业态商铺的比例和位置分布，由能够保证商铺租金的市场化定价，最大限度提升公司利益，降低自营商铺的风险。
- 此外，我们认为公司积极有效的营销手段亦为其带来较大的竞争优势，签约旅行社数量的快速增长稳定了团队客源，而灵活、多样化的营销方式则有望吸引更多的散客。对这些文化要素的商业化运营形成了公司独特的经营模式和市场竞争力。

投资建议：

- 我们维持对公司 2010 年的业绩预测为 EPS：0.968 元；考虑到游客量的下降和票价提价分成比例两个要素的交叉影响，调整 2011 年每股收益预测值为 1.277 元，小幅上调 0.31%；鉴于 2012 年三亚项目投入运营将产生一定的当期费用，下调 2012 年的盈利预测至每股收益为 1.769 元。调整幅度为 5.6%。
- 公司 IPO 募集资金共 222,600 万元，剔除计划募股资金项目所需资金，超募资金高达 16.25 亿元，按照目前股本 16,800 万元计算，每股持有超募现金达到 9.675 元，这是当前股价中隐含的部分价值。按照今天 50.74 元的收盘价计算，剔除每股超募现金后对应价格为 41.06 元，2010~2012 年动态市盈率分别为 42.4 倍、32.2 倍和 23.2 倍，处在旅游板块的中低端。鉴于公司目前主业良好的成长性以及稳步推进的异地扩张，我们认为公司的合理目标估值应达到 36~40 倍旅游资源类上市公司的估值区间。
- 据此，我们上调公司评级至“买入”（首次评级），给予公司 55.6~60.8 元的目标价格，而三亚项目的全面启动有望成为公司股价表现的催化剂。此外，考虑到公司目前的绝对股价水平和资本公积金状况，我们认为公司 2010 年年报高送配概率较大，如果方案超过市场预期，亦将推动股价上涨。

风险提示：

- 公司经营情况良好，但此前市场对公司寄予较高的期望，因此若部分项目进程低于预期，可能将影响股价表现；
- 3 月 9 日将有 840 万股的限售股解禁，由于目前公司股价已经破发，存在一定抛售压力。

图表3：盈利预测详表

项目(单位:百万元)	2007	2008	2009	2010H	2010F	2011F	2012F
营业总收入	121.02	197.71	273.30	181.54	438.93	480.41	663.49
<i>收入增长率</i>		63.37%	38.23%		60.61%	9.45%	38.11%
其中:宋城景区	117.24	141.67	187.60	131.80	332.80	314.70	340.11
杭州乐园		45.62	60.11	28.79	67.66	121.00	212.88
动漫馆			6.30	7.87	7.87	4.00	64.50
其他业务收入	2.03	10.42	19.29	13.08	30.60	40.70	46.00
营业成本	26.49	46.81	82.14	43.21	102.90	110.49	158.94
其中:宋城景区	25.70	20.47	36.00	16.27	46.54	41.97	43.00
杭州乐园		20.96	29.17	12.67	31.60	54.86	76.92
动漫馆			5.62	4.09	4.09	2.00	33.86
其他业务成本	0.24	5.37	11.35	10.17	20.67	11.66	5.16
毛利	94.53	150.91	191.15	138.33	336.03	369.92	504.55
<i>毛利率</i>	78.11%	76.33%	69.94%	76.20%	76.56%	77.00%	76.04%
营业税金及附加	4.75	7.15	9.76	6.42	15.49	16.96	23.42
<i>占营业总收入比重</i>	3.92%	3.62%	3.57%	3.54%	3.53%	3.53%	3.53%
销售费用	14.81	24.25	22.07	9.10	26.77	31.23	37.16
<i>占营业总收入比重</i>	12.24%	12.27%	8.07%	5.01%	6.10%	6.50%	5.60%
管理费用	9.21	16.12	26.88	17.04	34.24	37.47	49.83
<i>占营业总收入比重</i>	7.61%	8.15%	9.83%	9.39%	7.80%	7.80%	7.51%
财务费用	9.77	12.43	17.43	12.06	23.80	-1.83	-2.08
<i>占营业总收入比重</i>	8.07%	6.29%	6.38%	6.65%	5.42%	-0.38%	-0.31%
资产减值损失	0.58	0.52	-0.86	0.22	0.29	-	-
投资收益	0.71	0.09	0.67	-	-	-	-
营业利润	56.12	90.52	116.55	93.47	235.44	286.09	396.22
营业外收支	-0.79	-0.18	0.93	1.23	-18.50	-	-
加:营业外收入	0.13	0.39	3.58	1.33	2.00	-	-
减:营业外支出	0.92	0.58	2.64	0.09	20.50	-	-
利润总额	55.33	90.33	117.48	94.70	216.94	286.09	396.22
减:所得税费用	10.76	23.30	29.07	23.62	54.23	71.52	99.06
<i>所得税费用率</i>	19%	26%	25%	25%	25%	25%	25%
净利润	44.57	67.03	88.41	71.08	162.70	214.57	297.17
<i>净利润增长率</i>		50.40%	31.90%	-	84.03%	31.88%	38.49%
<i>净利润率</i>	36.8%	33.9%	32.4%	39.2%	37.1%	44.7%	44.8%
减:少数股东损益	-0.63	2.87	1.42	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	45.20	64.16	87.00	71.08	162.70	214.57	297.17
完全摊薄后每股收益(元)	0.380	0.530	0.700	0.560	0.968	1.277	1.769

来源:国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	121	198	273	439	480	663	货币资金	42	39	87	2,086	1,736	1,581
增长率		63.4%	38.2%	60.6%	9.5%	38.1%	应收款项	4	5	4	8	8	10
主营业务成本	-26	-47	-82	-103	-110	-159	存货	0	0	0	0	0	1
% 销售收入	21.9%	23.7%	30.1%	23.4%	23.0%	24.0%	其他流动资产	35	0	3	6	6	6
毛利	95	151	191	336	370	505	流动资产	81	45	95	2,100	1,750	1,597
% 销售收入	78.1%	76.3%	69.9%	76.6%	77.0%	76.0%	% 总资产	24.8%	9.9%	13.3%	75.4%	60.6%	52.0%
营业税金及附加	-5	-7	-10	-15	-17	-23	长期投资	0	0	0	1	0	0
% 销售收入	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	固定资产	121	282	358	427	880	1,220
营业费用	-15	-24	-22	-27	-31	-37	% 总资产	37.0%	62.4%	50.4%	15.3%	30.5%	39.7%
% 销售收入	12.2%	12.3%	8.1%	6.1%	6.5%	5.6%	无形资产	125	125	257	255	255	255
管理费用	-9	-16	-27	-34	-37	-50	非流动资产	246	408	615	686	1,137	1,477
% 销售收入	7.6%	8.2%	9.8%	7.8%	7.8%	7.5%	% 总资产	75.2%	90.1%	86.7%	24.6%	39.4%	48.0%
息税前利润 (EBIT)	66	103	132	260	284	394	资产总计	328	453	710	2,786	2,887	3,074
% 销售收入	54.3%	52.3%	48.5%	59.1%	59.2%	59.4%	短期借款	140	200	38	0	0	0
财务费用	-10	-12	-17	-24	2	2	应付款项	39	48	31	46	45	50
% 销售收入	8.1%	6.3%	6.4%	5.4%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	19	29	13	33	12	33
资产减值损失	-1	-1	1	0	0	0	流动负债	198	277	82	78	57	83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	362	242	170	50
投资收益	1	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	1.3%	0.1%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	198	277	444	320	227	133
营业利润	56	91	117	235	286	396	普通股股东权益	121	164	266	2,466	2,661	2,941
营业利润率	46.4%	45.8%	42.6%	53.6%	59.6%	59.7%	少数股东权益	9	11	0	0	0	0
营业外收支	-1	0	1	-19	0	0	负债股东权益合计	328	453	710	2,786	2,887	3,074
税前利润	55	90	117	217	286	396	比率分析						
利润率	45.7%	45.7%	43.0%	49.4%	59.6%	59.7%		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
所得税	-11	-23	-29	-54	-72	-99	每股指标						
所得税率	19.4%	25.8%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	0.000	0.000	0.690	0.968	1.277	1.769
净利润	45	67	88	163	215	297	每股净资产	2.016	2.735	2.112	14.677	15.837	17.506
少数股东损益	-1	3	1	0	0	0	每股经营现金净额	4.254	1.645	1.196	1.601	1.764	2.415
归属于母公司的净利	45	64	87	163	215	297	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.000	0.100
净利率	37.3%	32.5%	31.8%	37.1%	44.7%	44.8%	回报率						
							净资产收益率	37.37%	39.10%	32.69%	6.60%	8.06%	10.10%
							总资产收益率	13.79%	14.17%	12.25%	5.84%	7.43%	9.67%
							投入资本收益率	19.65%	20.42%	14.96%	7.19%	7.53%	9.88%
							增长率						
							主营业务收入增长率	N/A	63.37%	38.23%	60.61%	9.45%	38.11%
							EBIT增长率	N/A	57.20%	28.13%	95.94%	9.53%	38.65%
							净利润增长率	N/A	41.97%	35.58%	87.03%	31.88%	38.50%
							总资产增长率	N/A	38.13%	56.84%	292.34%	3.63%	6.46%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	0.9	1.7	1.9	2.0	1.8	1.3
							存货周转天数	1.5	2.3	1.7	1.5	1.3	1.2
							应付账款周转天数	14.6	153.2	126.4	102.0	90.0	70.0
							固定资产周转天数	306.5	521.4	472.0	293.0	421.5	382.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	75.80%	91.45%	117.76%	-74.76%	-58.84%	-52.05%
							EBIT利息保障倍数	6.7	8.3	7.6	10.9	-155.3	-189.1
							资产负债率	60.48%	61.23%	62.53%	11.50%	7.85%	4.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	1	1
买入	0	1	3	3	3
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.33	1.75	1.85	1.89

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-01-13	持有	52.43	N/A

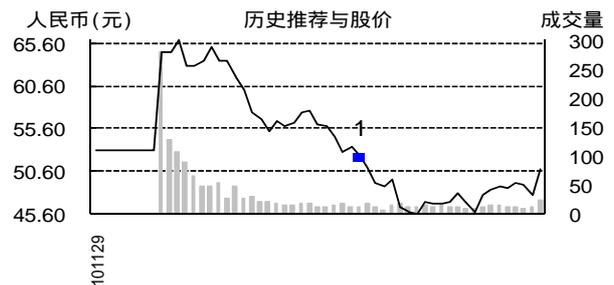
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
- 持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
- 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
- 卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8792

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-33089915

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室