

# 荣盛发展(002146.sz)

## 立足中等城市，发展潜力巨大

沈爱卿 研究员

电话: 020-87555888-637

eMail: [sag@gf.com.cn](mailto:sag@gf.com.cn)

### 独特的战略定位：立足中等城市

“立足中等城市”是公司战略定位的最大特色。凭此独特战略定位，公司有效规避了大城市房地产开发“投入高、竞争激烈”等等不利因素，充分利用了中小城市数量多、潜力大、整体开发水平低等有利优势，实现公司快速发展。目前公司已在河北、江苏、安徽等省的多个中等城市开展了房地产开发业务，并且在廊坊等 10 个城市拥有超过 700 万平方米的土地储备。

### 突出特点：低成本、高流转

低成本是公司的突出特点之一，公司的期间费用率一直维持在 5% 以下，远低于行业平均和其他优秀同行。高流转是公司的第二个突出特点，近 4 年来公司的存货周转率和总资产周转率均在优秀同行平均值以上。低成本以及高流转的结果是资产收益率高于同行。近 4 年公司的净资产收益率远高于行业平均。

### 房地产销售良好：上半年销售超过去年全年

今年上半年，公司实现房地产销售面积 56.9 万平米，同比增长 149.6%；实现销售金额 22.5 亿元，同比增长 149.6%。销售面积和销售金额均超过去年全年的业绩。09 年销售额有望超过 45 亿元。

### 劣势分析 - 以量补价之困

近三年来公司房地产销售面积均超过 50 万平米，新开工面积在 80 万平米，如此规模应该位居二线房地产前列。但公司销售均价仅为 3873 元/平米，低于全国销售均价。未来，公司将增加中等偏大城市房地产开发项目，以提高销售均价。

### 盈利预测

我们预计 09 年和 10 年营业收入分别为 31.1 亿元、52.7 亿元，增长率分别为 53.3%、69.5%；净利润分别为 6.5 亿元、10.1 亿元，增长率分别为 74.2%、55.7%；每股收益分别为 0.721 元、1.123 元。

### 估值与评级

公司良好的销售情况使得业绩增长有保障；独特战略定位使得公司发展空间巨大、而面临的风险相对较小，低成本和高流转的特点使得公司具备朝中等偏大城市扩张的能力，我们看好公司未来的发展。给予公司“买入”评级，未来一年内目标价为 23.6 元/股。

### 公司评级

**买入**

|         |       |
|---------|-------|
| 当前价格(元) | 18.63 |
| 目标价格(元) | 23.58 |
| 前次评级    | 无评级   |

### 股价走势

荣盛发展(002146)与上证指数(000001)



| 市场表现 | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月   |
|------|-------|--------|---------|
| 股价涨幅 | .70%  | 42.21% | 231.55% |
| 上证综指 | 1.80% | 15.22% | 79.92%  |

### 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 89,600.00 |
| 流通 A 股(万股) | 15,603.80 |
| 主要股东:      |           |

荣盛控股股份有限公司

|          |        |
|----------|--------|
| 主要股东持股比例 | 38.46% |
| 流通 A 股比例 | 17.41% |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | 17.76% |
| ROA      | 5.68%  |
| 资产负债率    | 67.98% |
| 每股净资产(元) | 2.61   |

2008 年报数据。

## 公司背景介绍

### 公司概况

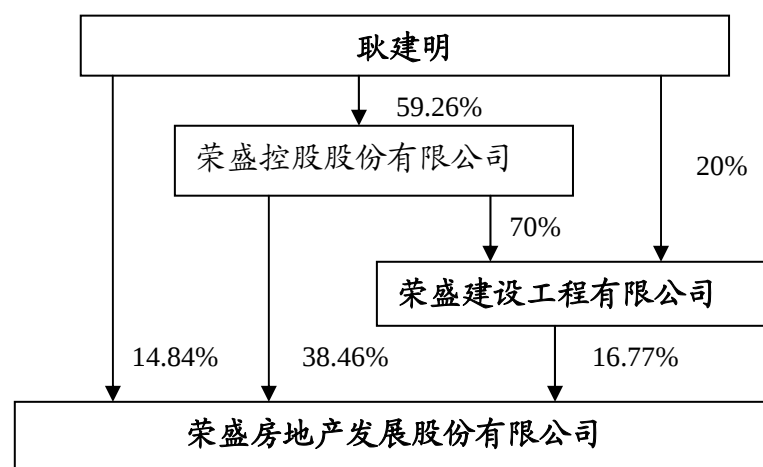
公司前身是成立于1996年的廊坊开发区荣盛房地产开发有限公司，2001年更名为荣盛房地产开发有限公司。公司具有国家房地产开发一级资质，是一家致力于中等城市普通商品住宅规模开发、专业化经营、稳步成长的跨地区大型房地产开发企业。

公司开发的产品的合格率一直为100%，所开发“阿尔卡迪亚”等项目先后获“国家康居示范工程”、“省级园林式住宅小区”、“健康住区”、“中国水景名盘”等荣誉称号，产品质量和品牌在当地首屈一指。公司在廊坊、蚌埠、沧州等地的市场占有率稳居第一，对当地市场有较强的影响力。

### 大股东

公司的实际控制人是耿建明先生，有着工程兵背景的耿建明先生是河北省政协委员，第十届、第十一届全国人大代表。目前耿建明先生直接和间接持有公司70.1%的股份。

表 1: 公司股权结构



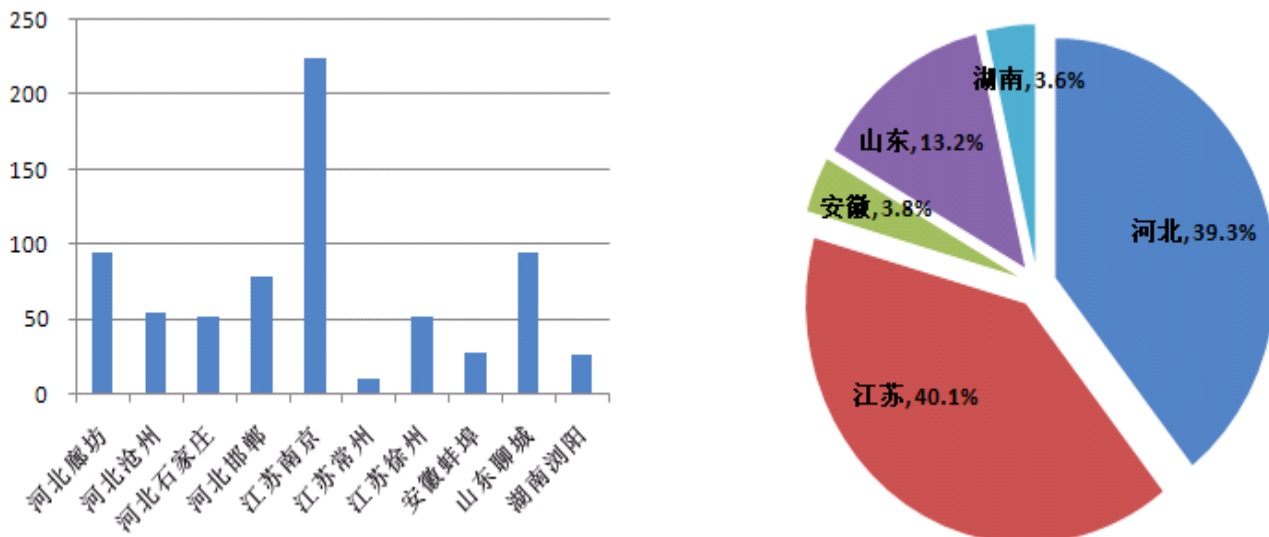
数据来源：公司公告

## 独特的战略定位：立足中等城市

公司的战略定位是：紧紧围绕京津冀和长江三角洲两大经济圈，立足中等城市，稳步涉足风险较小的大城市，有选择地兼顾发展较快的小城市进行商品住宅的规模开发。

“立足中等城市”是公司战略定位的最大特色，此战略定位在A股上市公司中相对较少，其优点主要有：中等城市数量多，发展空间巨大、杠杆率相对较高、避开了一二线大城市的激烈竞争、风险较小等等。大城市和中小城市房地产特点比较见表2。

图1: 公司土地储备分布



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 2: 大城市和中小城市房地产特点比较

|          | 大城市 | 中小城市 |
|----------|-----|------|
| 整体开发水平   | 相对高 | 相对低  |
| 房价       | 相对高 | 相对低  |
| 地价及建造成本  | 相对高 | 相对低  |
| 毛利率      | 相对高 | 相对低  |
| 周转率      | 相对高 | 相对低  |
| 杠杆率      | 相对低 | 相对高  |
| 竞争程度     | 相对高 | 相对低  |
| 泡沫或风险程度  | 相对高 | 相对低  |
| 购房者品牌认知度 | 相对高 | 相对低  |

数据来源: 广发证券发展研究中心

凭借独特的战略定位,公司有效规避了大城市房地产开发“投入高、竞争激烈”等等不利因素,充分利用了中小城市数量多、潜力大、整体开发水平低等有利优势,实现了公司的快速发展。目前公司已在河北、江苏、安徽等省的多个中等城市开展了房地产开发业务,并且在廊坊、南京六合、聊城、蚌埠、浏阳等10个城市拥有超过700万平方米的土地储备。

## 突出特点: 低成本、高流转

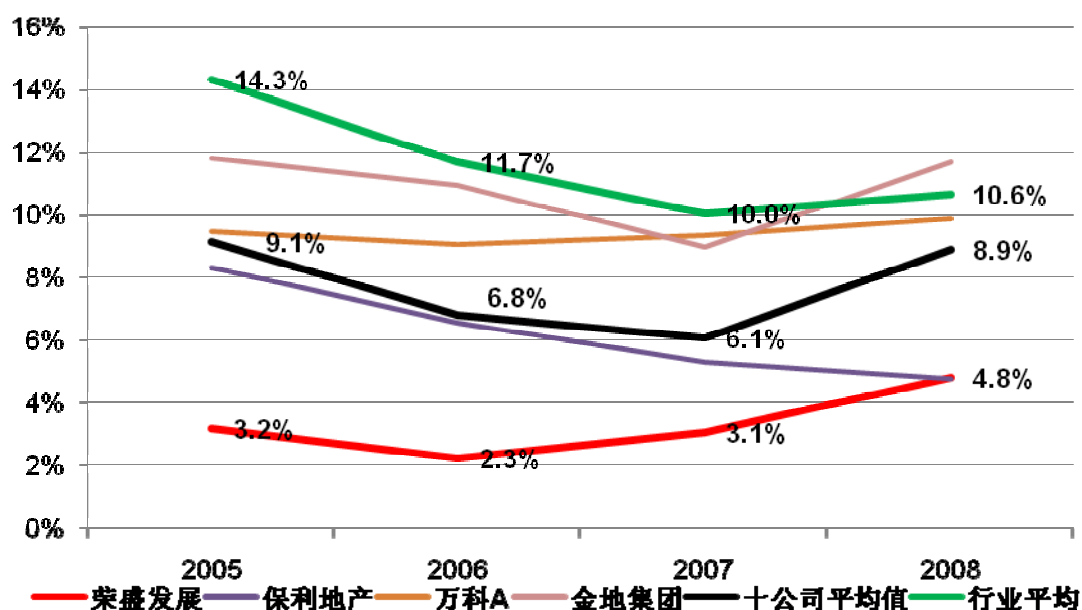
### 低成本: 期间费用率低于5%

低成本是公司的突出特点之一。

通过“目标费用管理”、“自主销售”、“五个人的活、三个人干、发四个人的薪水”等控制成本措施,公司对销售费用和管理费用等进行严格控制。公司的期间费用率一直维持在5%以下,远低于行业平均和其他优秀同行。

如图2所示, 2008年公司的期间费用率仅4.8%, 远低于行业10.6%的平均值, 也低于“十公司”8.9%的平均值。公司在中小城市进行房地产开发, 房地产项目的毛利率相对较低, 2008年公司的毛利率为38.9%, 略高于37.1%的行业平均值, 但是在低期间费用率的带动下, 公司的净利率达到18.3%, 远超过行业13.9%的平均净利率, 其与“十公司”平均净利率的差距也在缩小。

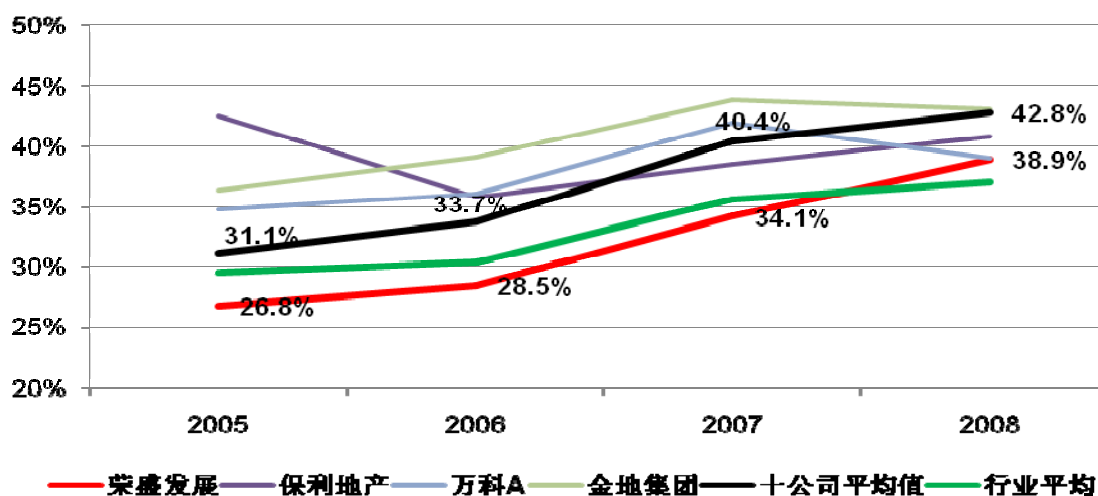
图2: 期间费用率远低于行业平均



注: “十公司”指: 万科、保利地产、金地集团、招商地产、泛海建设、滨江集团、华发股份、苏宁环球、亿城股份和荣盛发展10家以住宅开发为主的大中型优质房地产开发公司。以下同。

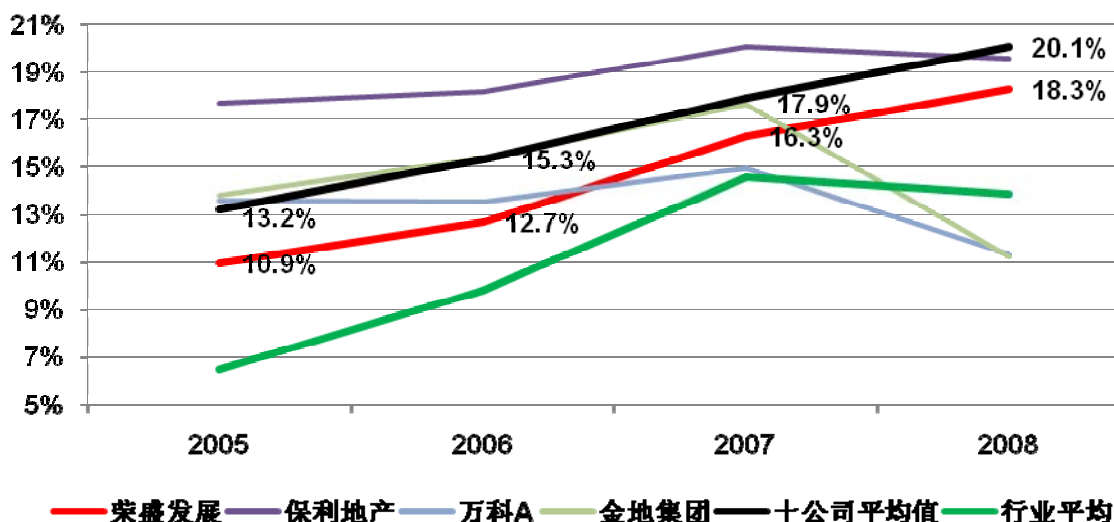
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图3: 毛利率略高于行业平均



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4：净利率远高于行业平均

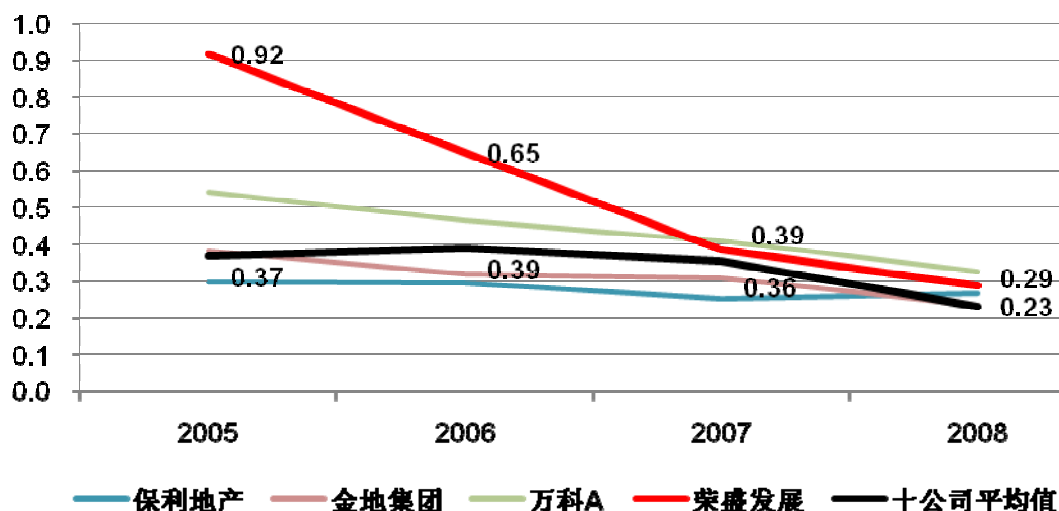


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 高流转

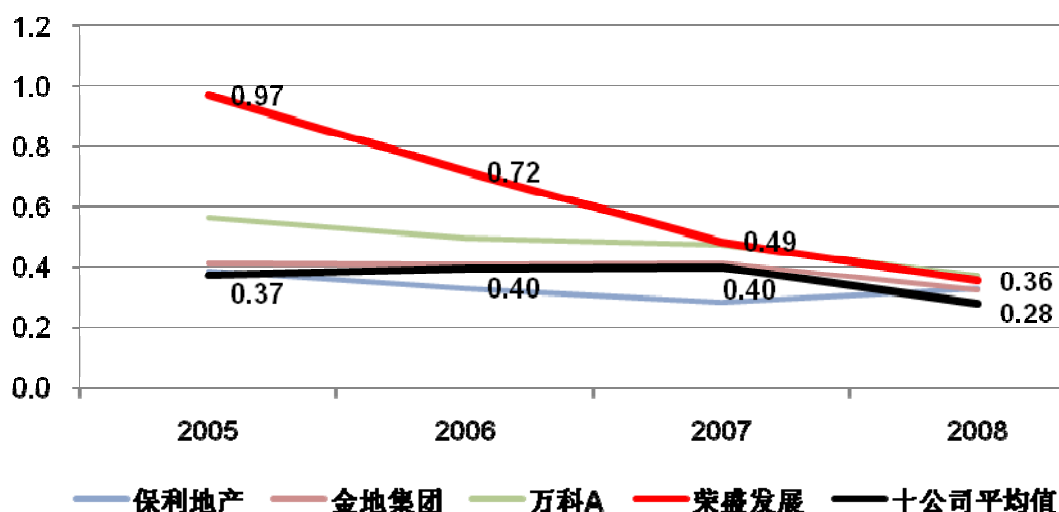
高流转是公司的第二个突出特点。近4年来公司的存货周转率和总资产周转率均在“十公司”平均值以上。2008年，公司的存货周转率为0.29, 高出平均值26.0%；08年公司的总资产周转率为0.36, 高出平均值28.6%。

图5：存货周转率高于平均值



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6: 总资产周转率高于平均值

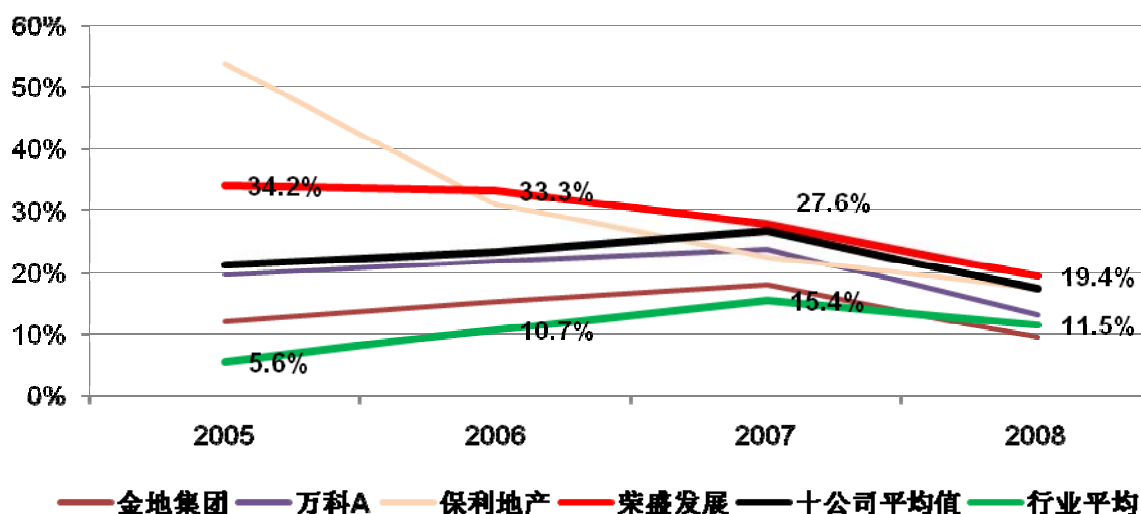


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### “低成本、高流转”造就高资产收益率

低成本以及高流转的结果是资产收益率高于同行。近4年公司的净资产收益率远高于行业平均。2008年公司的净资产收益率高达19.4%，不仅高于17.2%的“十公司”平均值，更是比11.5%的行业平均值高出68.7%。

图5: 净资产收益率远高于行业平均



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 房地产销售良好: 上半年销售超过去年全年

## 上半年销售57万平米，同比增长150%

今年上半年，公司实现房地产销售面积56.9万平方米，同比增长149.6%；实现销售金额22.5亿元，同比增长149.6%。销售面积和销售金额均超过去年全年的业绩。

表 3：近三年公司销售情况

|        | 销售面积（万平米） | 销售金额（亿元） | 单价（元/平米） | 均价涨幅  |
|--------|-----------|----------|----------|-------|
| 2006   | 49        | 14       | 2,760    | 17.0% |
| 2007   | 63        | 22       | 3,506    | 27.0% |
| 2008   | 54        | 21       | 3,873    | 10.5% |
| 2009H1 | 57        | 23       | 3,965    | 2.4%  |

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

基于良好的销售形势，公司年中将全年开工面积由年初的115万平米调整为145万平米，提高比例为25.7%；将年度销售回笼资金计划由年初约30亿元调整为约47亿元（截至今年9月，公司的销售金额已达到35亿元），提高比例为56.7%。同时，公司还将加大土地储备的力度，将年初土地购置计划资金支出由12亿元调整为35亿元，提高比例为91.7%。

## 劣势及风险因素分析

### 中小城市开发 - 以量补价之困

近三年来，公司房地产销售面积都超过50万平米，新开工面积在80万平米附近，如此规模应该位居二线房地产前列。但是由于公司的房地产项目均在中小城市，销售均价过低，使得公司的销售金额偏低。2008年公司的销售均价仅为3873元/平米，不仅低于其他优秀同行，甚至低于全国3877元/平米的销售均价。

在公司战略定位指导下，以量补价是公司发展的必经阶段。在公司的快速扩张期，这种方式是可行的，是值得赞许的。而且从公司销售均价的涨幅来看，2006-2008年销售均价的涨幅分别为17.0%、27.0%、10.5%，也是比较可观的。我们在此寄望的是，公司能否提高销售均价，缩小和其他同等规模开发商的距离？有一个可行的办法是“适当增加中等偏大城市的房地产项目，而适当缩小中等偏小城市的房地产项目”。当然，随着越来越多的一二线开发商逐渐重视中等偏大城市，其竞争也将非常激烈，但是凭借公司“低成本、高流转”的特点以及在部分中等偏大城市的开发经验，公司是具备一定的竞争优势的。目前，公司也在积极考虑这些问题，公司会在适当的时候扩大中等偏大城市的项目储备。

表 4: 08 年部分房地产上市公司经营情况

| 公司          | 销售面积<br>(万平方米) | 销售金额<br>(亿元) | 单价(元/<br>平米) | 竣工面积<br>(万平方米) | 新开工面积<br>(万平方米) |
|-------------|----------------|--------------|--------------|----------------|-----------------|
| 万科          | 557            | 479          | 8,594        | 529            | 523             |
| 保利地产        | 258            | 205          | 7,935        | 285            | 456             |
| 金地集团        | 110            | 114          | 10,364       | 134            | 138             |
| 江苏新城        | 78             | 44           | 5,565        | 122            | 176             |
| 首开股份        | 74             | n. a.        | n. a.        | 51             | 106             |
| 金科集团        | 58             | 29           | 4,916        | 95             | 75              |
| 苏宁环球        | 55             | 22           | 3,944        | n. a.          | n. a.           |
| <b>荣盛发展</b> | <b>54</b>      | <b>21</b>    | <b>3,873</b> | <b>84</b>      | <b>79</b>       |
| 招商地产        | 45             | 64           | 14,409       | n. a.          | n. a.           |
| 北辰实业        | 38             | 43           | 11,473       | n. a.          | 69              |
| 新湖中宝        | 35             | 22           | 6,136        | n. a.          | n. a.           |
| 华发股份        | 22             | 24           | 11,121       | n. a.          | n. a.           |
| 福星股份        | 22             | 15           | 6,816        | n. a.          | n. a.           |
| 中华企业        | 18             | 28           | 15,367       | n. a.          | n. a.           |
| 栖霞建设        | 12             | 12           | 9,675        | 40             | 38              |

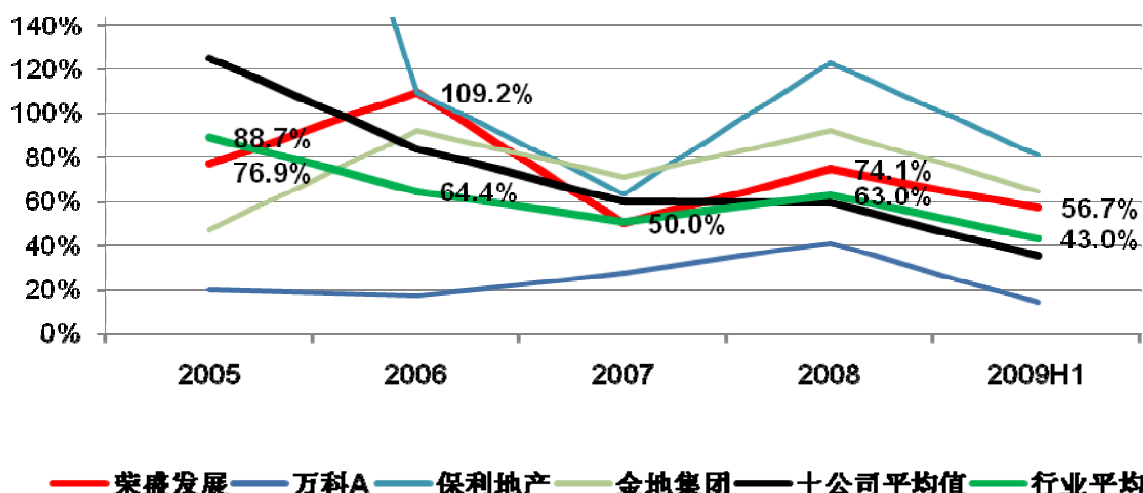
注：以上公司为2009年中国房地产企业50强A股上市公司，金融街等5家公司未公布相关数据。

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

### 净负债率偏高

高负债是我国房地产行业的特点之一。公司的负债率高于行业平均以及“十公司”平均值。2009年中报，公司的净负债率为56.7%，高于43.0%的行业平均值。今年9月，公司完成了非公开增发，预计公司的净负债率已下降至3.3%，负债情况明显好转。

图8：净负债率高于行业平均



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 盈利预测、估值与评级

### 盈利预测

预计2009-2011年，公司的营业收入分别为31.1亿元、52.7亿元、69.0亿元，增长率分别为53.3%、69.5%、30.9%；营业利润分别为8.6亿元、13.5亿元、8.3亿元，增长率分别为73.1%、56.0%、36.3%；归属于母公司所有者的净利润分别为6.5亿元、10.1亿元、13.7亿元，增长率分别为74.2%、55.7%和35.9%；每股收益分别为0.721元、1.123元和1.526元。（表5、表6）。

表 5：主要房地产开发项目收入和 NAV 增加值预测表 单位：百万元

| 项目                | 可结算面积<br>(万平方米) | 收入<br>2009 | 收入<br>2010 | 收入<br>2011 | NAV 增<br>加值 | NAV 增<br>加值占<br>比 |
|-------------------|-----------------|------------|------------|------------|-------------|-------------------|
| <b>河北廊坊</b>       |                 |            |            |            |             |                   |
| 廊坊阳光逸墅            | 11              | 0          | 0          | 0          | 138         | 1.9%              |
| 文安锦绣家园            | 4               | 127        | 34         | 0          | 33          | 0.4%              |
| 盛远江南水郡            | 15              | 0          | 152        | 404        | 135         | 1.8%              |
| 廊坊香河县             | 26              | 0          | 0          | 0          | 115         | 1.5%              |
| 廊坊 2009-19 号      | 10              | 0          | 0          | 0          | 125         | 1.7%              |
| 廊坊恒盛昌顺公司          | 28              | 0          | 0          | 451        | 224         | 3.0%              |
| <b>江苏南京</b>       |                 |            |            |            |             |                   |
| 南京阿尔卡迪亚三期         | 19              | 0          | 361        | 383        | 212         | 2.9%              |
| 南京盛棠苑 B 区         | 5               | 0          | 96         | 102        | 52          | 0.7%              |
| 南京栖霞仙林地块          | 11              | 0          | 684        | 311        | 135         | 1.8%              |
| 南京六合 C 地块         | 189             | 0          | 0          | 0          | 2,040       | 27.5%             |
| <b>河北沧州</b>       |                 |            |            |            |             |                   |
| 沧州阿尔卡迪亚新儒苑        | 33              | 0          | 274        | 291        | 173         | 2.3%              |
| 沧州阿尔卡迪亚芳菲苑        | 0               | 0          | 0          | 462        | 317         | 4.3%              |
| 沧州文景苑             | 20              | 0          | 173        | 275        | 136         | 1.8%              |
| 沧州兰亭苑             | 0               | 0          | 0          | 0          | 133         | 1.8%              |
| <b>安徽蚌埠</b>       |                 |            |            |            |             |                   |
| 蚌埠阿尔卡迪亚三期         | 9               | 249        | 113        | 0          | 113         | 1.5%              |
| 蚌埠 D9-1 地块        | 17              | 0          | 0          | 248        | 125         | 1.7%              |
| <b>江苏徐州</b>       |                 |            |            |            |             |                   |
| 徐州阿尔卡迪亚一期<br>(二批) | 7               | 407        | 0          | 0          | 110         | 1.5%              |
| 徐州阿尔卡迪亚二期         | 21              | 0          | 237        | 627        | 178         | 2.4%              |
| 邳州文景苑二期           | 0               | 0          | 0          | 0          | 0           | 0.0%              |
| 徐州九里峰景            | 22              | 0          | 0          | 318        | 226         | 3.0%              |
| <b>河北石家庄</b>      |                 |            |            |            |             |                   |
| 石家庄阿尔卡迪亚一期        | 21              | 484        | 769        | 0          | 396         | 5.3%              |

|               |            |              |              |              |              |               |
|---------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| 石家庄阿尔卡迪亚剩余项目  | 31         | 0            | 0            | 918          | 527          | 7.1%          |
| <b>河北邯郸</b>   |            |              |              |              |              |               |
| 邯郸锦绣花苑一期      | 27         | 472          | 219          | 0            | 119          | 1.6%          |
| 邯郸锦绣花苑二期      | 0          | 0            | 214          | 302          | 86           | 1.2%          |
| 邯郸市五仓区地块      | 52         | 0            | 0            | 0            | 741          | 10.0%         |
| <b>山东聊城</b>   |            |              |              |              |              |               |
| 聊城阿尔卡迪亚一期     | 19         | 311          | 334          | 0            | 104          | 1.4%          |
| 聊城阿尔卡迪亚剩余项目   | 45         | 0            | 315          | 668          | 329          | 4.4%          |
| 聊城西湖馨苑        | 29         | 0            | 218          | 347          | 228          | 3.1%          |
| <b>湖南长沙浏阳</b> |            |              |              |              |              |               |
| 浏阳财智广场二期      | 25         | 0            | 218          | 539          | 80           | 1.1%          |
| <b>江苏常州</b>   |            |              |              |              |              |               |
| 常州恐龙园B地块项目    | 10         | 0            | 0            | 0            | 100          | 1.3%          |
| <b>合计</b>     | <b>708</b> | <b>2,049</b> | <b>4,410</b> | <b>6,644</b> | <b>7,427</b> | <b>100.0%</b> |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 6：盈利预测简表

单位：百万元

|               | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 一、营业总收入       | 1,744 | 2,029 | 3,111 | 5,272 | 6,899 |
| 增长率           | 27.7% | 16.3% | 53.3% | 69.5% | 30.9% |
| 二、营业总成本       | 1,310 | 1,531 | 2,249 | 3,927 | 5,066 |
| 营业成本          | 1,149 | 1,239 | 1,878 | 3,298 | 4,242 |
| 营业税金及附加       | 110   | 135   | 217   | 368   | 482   |
| 销售费用          | 12    | 36    | 47    | 79    | 103   |
| 管理费用          | 45    | 64    | 109   | 185   | 241   |
| 财务费用          | (4)   | (2)   | (2)   | (3)   | (3)   |
| 资产减值损失        | (3)   | 59    | 0     | 0     | 0     |
| 四、营业利润        | 434   | 498   | 862   | 1,345 | 1,833 |
| 加：营业外收入       | 1     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 减：营业外支出       | 2     | 3     | 0     | 0     | 0     |
| 五、利润总额        | 433   | 496   | 862   | 1,345 | 1,833 |
| 减：所得税         | 148   | 125   | 215   | 336   | 458   |
| 六、净利润         | 284   | 371   | 646   | 1,008 | 1,375 |
| 减：少数股东损益      | (0)   | (0)   | 0     | 2     | 8     |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 284   | 371   | 646   | 1,006 | 1,367 |
| 增长率           | 64.2% | 30.3% | 74.2% | 55.7% | 35.9% |
| 总股本           | 400   | 800   | 896   | 896   | 896   |
| 七、每股收益（元）     | 0.800 | 0.460 | 0.721 | 1.123 | 1.526 |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 估值与评级

### 绝对估值法：2010年13.51元/股

通过10.35%的WACC对公司发展物业进行现金流贴现，得出其NAV增加值为78.5亿元，对应公司2009年的NAV为12.24元/股，2010年的NAV为13.51元/股。

表 7：绝对估值表

| 科目             | NAV 增加值（百万元） |
|----------------|--------------|
| 发展物业 NAV 增加值   | 7,851        |
| 净资产（2008）      | 2,091        |
| NAV            | 9,942        |
| 总股本            | 896          |
| NAVPS2009（元/股） | 12.24        |
| NAVPS2010（元/股） | 13.51        |
| 附：WACC 计算假设    |              |
| WACC           | 10.35%       |
| 无风险收益率         | 2.25%        |
| $\beta$ 值      | 1.25         |
| 市场收益率          | 11%          |

数据来源：广发证券发展研究中心

### 相对估值：23.58元/股

参考行业优秀同行及市值相当的房地产公司的相对估值，分别给予公司09年和10年27倍、21倍的市盈率，对应相对估值分别为19.46元/股、23.58元/股。

表 8：相对估值表

| 简称      | 总市值（亿元） | 流通市值（亿元） | 市盈率 PE |       |
|---------|---------|----------|--------|-------|
|         |         |          | 09E    | 10E   |
| 行业均值    | 105.80  | 66.60    | 27.66  | 20.68 |
| 万科 A    | 1271.05 | 1062.25  | 24.17  | 19.11 |
| 保利地产    | 909.85  | 794.46   | 28.44  | 21.4  |
| 招商地产    | 471.4   | 172.4    | 26.29  | 20.23 |
| 新湖中宝    | 420.34  | 129.37   | 31.59  | 23.96 |
| 金地集团    | 371.14  | 314.37   | 30.43  | 23.77 |
| 金融街     | 306.93  | 288.84   | 22.86  | 19.65 |
| 大市值公司均值 | 625.12  | 460.28   | 27.30  | 21.35 |
| 苏宁环球    | 224.58  | 116.74   | 25.66  | 17.14 |
| 滨江集团    | 204.83  | 43.87    | 27.52  | 20.12 |
| 中华企业    | 178.65  | 120.20   | 30.70  | 23.35 |

|                  |               |               |              |              |
|------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 上实发展             | 165.43        | 130.99        | 42.5         | 34.9         |
| 华发股份             | 155.16        | 150.66        | 20.95        | 18.56        |
| 信达地产             | 149.83        | 47.01         | 18.46        | 15.20        |
| 北京城建             | 137.97        | 130.50        | 28.18        | 21.58        |
| 名流置业             | 114.37        | 109.79        | 32.97        | 21.39        |
| 万通地产             | 112.55        | 76.45         | 21.44        | 17.61        |
| <b>市值相当公司均值</b>  | <b>160.37</b> | <b>102.91</b> | <b>27.60</b> | <b>21.09</b> |
| <b>乘数</b>        |               |               | <b>27</b>    | <b>21</b>    |
| <b>相对估值（元/股）</b> | <b>161.28</b> | <b>27.32</b>  | <b>19.46</b> | <b>23.58</b> |

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 评级

公司良好的销售情况使得业绩增长有保障；独特战略定位使得公司发展空间巨大、而面临的风险相对较小，低成本和高流转的特点使得公司具备朝中等偏大城市扩张的能力。我们看好公司未来的发展。给予公司“买入”评级，未来一年内目标价为23.6元/股。

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                       |
|-----------|---------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

荣盛发展(002146)行情走势



## 相关研究报告

|      | 广州                     | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。