

艺术家纺的领跑者

——富安娜（002327）新股定价报告

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点:

- 公司是我国家纺行业龙头企业之一，主导产品为床上用品，先后推出“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等品牌；销售网络覆盖全国，并在华南市场占据统治地位。上半年，公司实现营业收入3.23亿元，净利润3370.72万元，在业内仅次于梦洁家纺和罗莱家纺。
- 公司09-11年EPS分别为0.787、0.923、1.369元，复合增长率为28.96%，作为家纺行业的龙头企业之一，给予2010年30-35X的PE，合理股价为27.69-32.31元，较30元的发行价已无上涨空间。参考罗莱家纺上市初期表现，公司股价在40元左右时，建议投资者兑现收益。
- 家纺行业发展前景广阔，但缺乏领导者。随着投资规模的扩大和高新技术的应用，家纺企业之间的竞争越来越体现为品牌影响力的提升和销售网络的扩大。公司客户回头率较高，约30%，营业收入和净利润均出现较快增长。除所处行业和产能增加外，销售网络扩大、品牌影响力提升、产品风格鲜明（定位于“艺术家纺”）和重视研发工作是公司销售局面呈现量价齐升的主要原因。
- 公司此次募集资金投产建设的五个项目（直营渠道建设、龙华二期建设、常熟三期建设、ERP技术改造和补充流动资金）旨在进一步提升品牌影响力，巩固和扩大市场份额。
- 龙华二期建设项目和常熟三期建设项目完全达产后，预计每年为公司新增销售收入44000万元、净利润2819.1万元；直营渠道建设项目达产后，预计每年为公司新增销售收入43205.13万元、净利润3995.99万元。
- 公司在家纺行业居于龙头地位，有适度提价能力，以及对销售渠道加大管控力度、建立快速反应的供应链管理系统和继续加大对研发中心的投入都是公司业绩提升的潜在动力。

合理股价（元/股）：27.69-32.31

发行数据

发行股本（万股）	2600
发行后总股本（万股）	10300
发行价格（元/股）	30
发行市盈率（08年摊薄）	47

发行后股本结构

股东名称	持股量（万股）	持股比例（%）
林国芳	4168.5	40.47
陈国红	2258.9	21.93
施建平	420	4.08
柯凡	152.6	1.48
员工	700	6.8
公众	2600	25.24

公司盈利预测

单位：万元	2008A	2009E	2010E
营业收入	68076	74884	101093
(+/-%)	15.3%	10.0%	35.0%
净利润	6575	8104	9503
(+/-%)	12.7%	23.2%	17.3%
摊薄每股收益	0.638	0.787	0.923
PE	47.0	38.1	32.5

相关报告

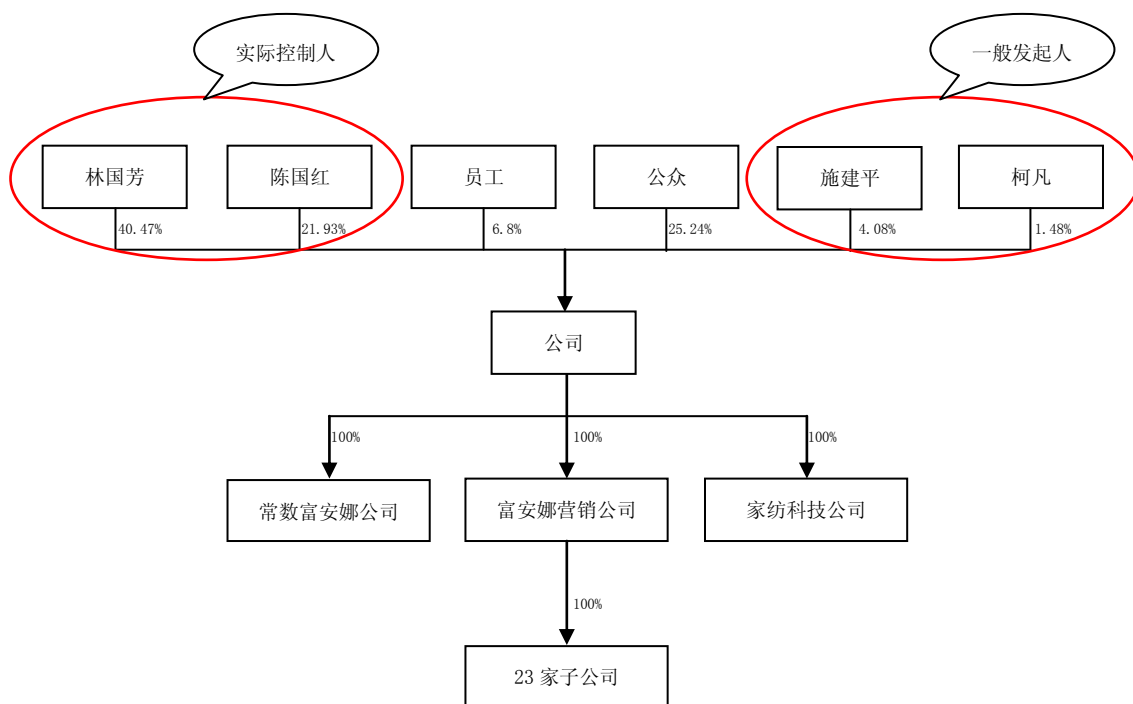
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

一、公司基本情况

- 公司是我国家纺行业龙头企业之一，董事长林国芳和其妻陈国红为公司实际控制人。发行后，实际控制人持有公司62.4%的股权，公众持有公司25.24%的股权。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司招股说明书

表 1：公司限售股锁定情况

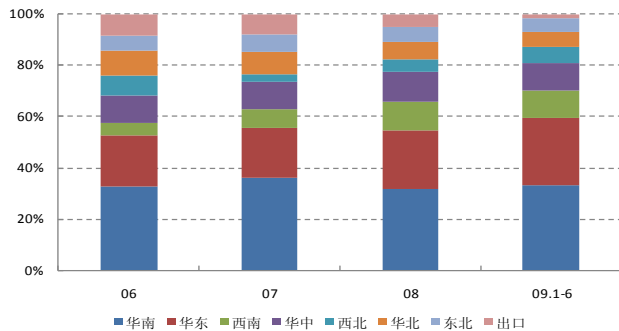
	持股比例	股份锁定时间
实际控制人	62.4%	36个月
一般发起人	12.36%	36个月
员工	6.8%	36个月
网下配售对象	5.04%	3个月
合计	86.6%	

数据来源：公司招股说明书

- 公司主导产品为床上用品，主要定位中高端消费群体。07年，中国家纺行业协会认定公司生产的床上用品连续三年（04-06年）荣列国内床上用品市场综合占有率前三名，中国家纺行业协会广东分会认定公司产品连续五年（02-06年）荣列华南市场同类产品市场综合占有率第一名。
- 公司面临着来自行业内诸多知名企业的竞争，如罗莱家纺和梦洁家纺。这两家企业

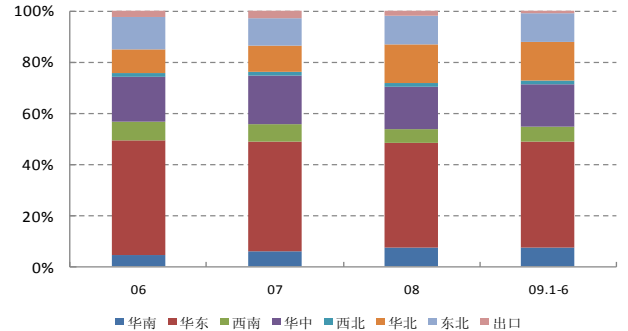
在产品定位、营销模式等方面，与公司较为接近，共同构成家纺行业的第一领导集团。从07年床上用品市场份额来看，梦洁家纺、罗莱家纺和公司分别为4.29%、4.17%和3.78%，位列第一、二和三。三家企业各有自己的优势销售区域，分别在华南、华东和华中。我们可以看到华东由于经济繁荣、人口众多，成为或即将成为公司和梦洁家纺的重点销售区域，因此对于市场的争夺是不可避免的。（行业分析请见我们在09年9月7日推出的罗莱家纺（002293）新股定价报告，题目为“抢占先机，巩固龙头地位”）

图 2：公司主营业务收入销售区域构成情况



数据来源：公司招股说明书

图 3：罗莱家纺主营业务收入销售区域构成情况

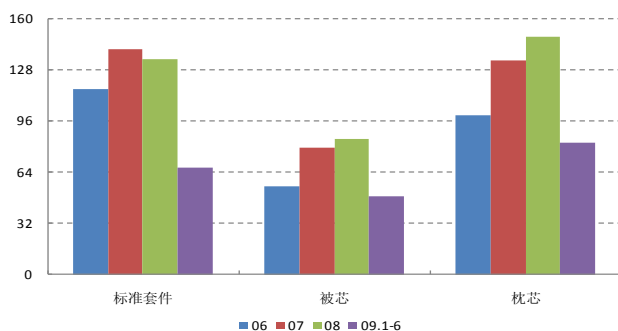


数据来源：Wind

二、公司成长性分析

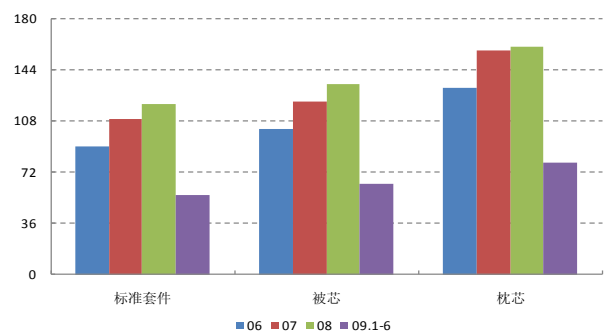
- 公司现有产能分布为标准套件150万套、被芯99万件和枕芯40万件，基本饱和。公司床上用品除坯布印染工序委托外协单位外，其他工序主要为自制生产，但在生产旺季（5-7月份为生产淡季，8-2月份为生产旺季，其他时间为正常生产月份）时，部分绣花件、被芯和枕芯会委托外协单位生产；家居品基本委托外协单位生产。

图 4：公司床上用品类产品销量（万套或万件）



数据来源：公司招股说明书

图 5：罗莱家纺床上用品类产品销量（万套或万件）



数据来源：Wind

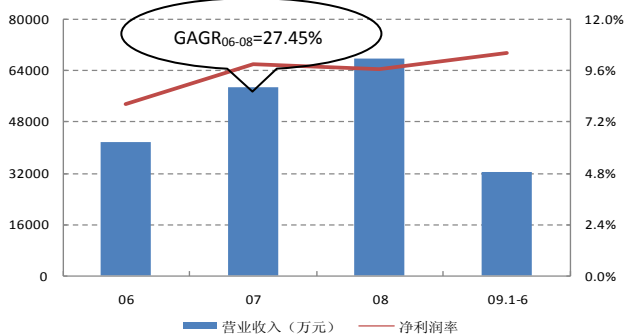
- 公司客户回头率较高，约30%，营业收入和净利润均出现较快增长。除所处行业和产能增加外，销售网络扩大、品牌影响力提升也是公司销售局面呈现量价齐升的主要原因：

- 品牌是家纺企业制胜市场的关键要素之一。公司致力于品牌塑造，先后推出“富安娜”、“馨而乐”、“维莎”、“圣之花”、“劳拉夫人”等，以满足不同

层次的消费需求。

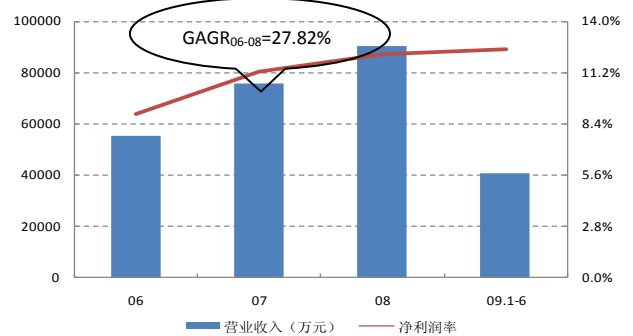
2. 公司较为重视销售渠道建设工作,采用加盟连锁和直营连锁相结合的复合型营销模式。截至09年6月30日,公司在全国建立了包括78家直营专卖店、238家直营专柜、522家加盟专卖店和350家加盟专柜的销售网络。
 3. 公司产品风格鲜明,定位为“艺术家纺”,致力于把休憩中所能体验的最高境界、最为美妙的情感传递给消费者。
 4. 公司对于研发工作也较为重视,每年推出新花型100多种、新产品400多款,目前拥有花型和款式3000多种、产品5000多款,多次在国内外家用纺织品设计大赛上获得“金榜奖”、“优质产品金奖”等。公司还是国内唯一一家运用平网印染技术生产床上用品的企业,该工艺难以被模仿。
- 罗莱家纺由于以加盟连锁为主要营销模式,布点速度较快,营业收入规模大于公司,但直营渠道销售收入在主营业务收入中所占比重仅为14.82%,远远小于公司的44.74%。
- 08年,公司营业收入增速出现放缓,主要原因在于扩张速度放缓(1-9月份,央行持续加息,公司依赖银行贷款扩大销售网络和增加产能的做法不合算)和高端产品受金融危机冲击较大。我们可以看到公司标准套件销量小幅下降4.19%,主要原因在于高端品牌“维莎”受金融危机冲击较大(见图4)。

图 6: 公司营业收入和净利润率



数据来源: 公司招股说明书

图 7: 罗莱家纺营业收入和净利润率



数据来源: Wind

表 2: 公司主要品牌情况

品牌	销售收入比重	定位	设计风格	表达内涵	销售渠道
富安娜	约82%	中高端	高贵、典雅、浪漫、温馨	温馨浪漫、典雅出众的欧陆风情	大中城市专卖店和商场专柜
馨而乐	约12%	中端	简约、时尚、现代、个性	将艺术灵感、时尚和自然元素融入现代感性生活	专卖店和商场专柜
维莎	约 1%	高端	尊贵、经典、奢华、高雅	独特的欧洲文化艺术风情,将品位生活引入尊贵	专卖店和高档商场专柜
圣之花	约5%	低端	个性、舒适、随意、轻松	随意亲和、富有温馨情趣的大众生活	大型超市、大卖场专柜

劳拉夫人 尚未开展 网络 个性、随意 亲和，富有温馨情趣 网络销售

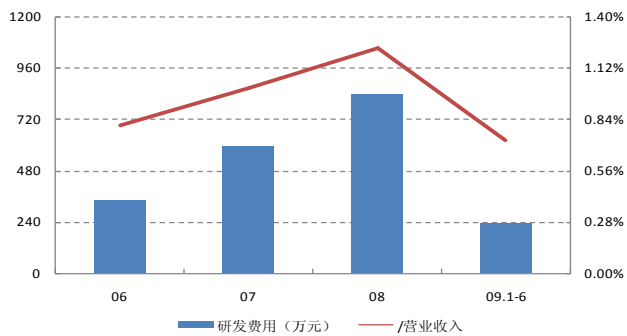
数据来源：公司招股说明书

表 1：公司销售渠道建设情况

	06.12.31	07.12.31	08.12.31	09.6.30
公司				
加盟渠道	561	673	733	872
其中：专卖店	361	409	429	522
专柜	200	264	304	350
直营渠道	203	309	339	316
其中：专卖店	13	81	86	78
专柜	190	228	253	238
罗莱家纺				
加盟渠道	1043	1249	1398	1492
其中：专卖店	511	599	635	691
专柜	532	650	763	801
直营渠道				231
其中：专卖店				36
专柜				195

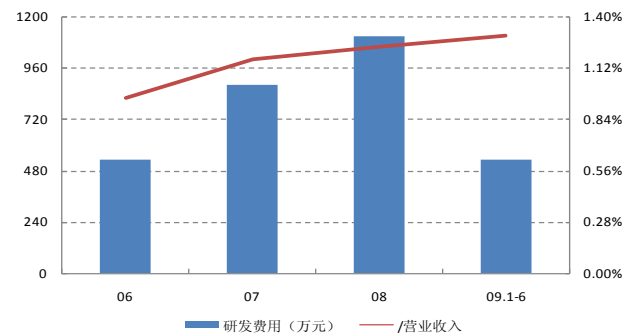
数据来源：公司招股说明书

图 8：公司研发费用



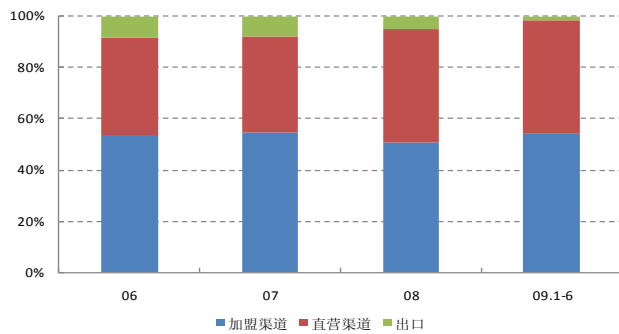
数据来源：公司招股说明书

图 9：罗莱家纺研发费用



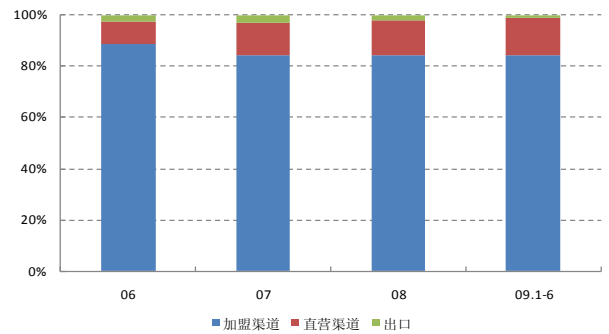
数据来源：Wind

图 10: 公司主营业务收入营销模式构成情况



数据来源: 公司招股说明书

图 11: 罗莱家纺主营业务收入营销模式构成情况



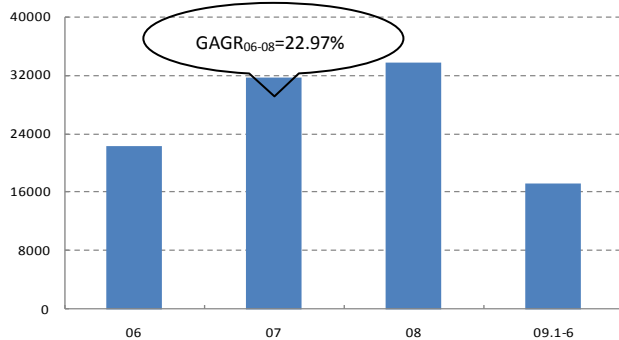
数据来源: Wind

三、盈利分析

从下面的分析中，我们可以看到公司毛利率较罗莱家纺高，但由于销售费用率也较高，使得净利率略低（见图6和图7）：

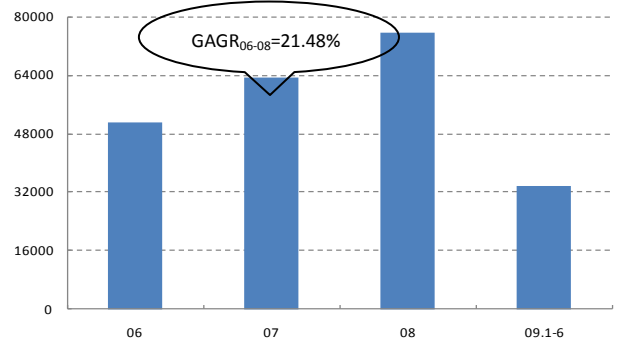
- 公司加盟渠道销售收入06-08年的复合增长率为22.97%，快于门店14.31%的扩张速度，这表明加盟渠道单店销售收入在上升。与罗莱家纺相比，效率更高。公司直营渠道销售收入06-08年的复合增长率为36.27%，快于门店29.23%的扩张速度，这表明直营渠道单店销售收入也在上升。

图 12: 公司加盟渠道销售收入（万元）



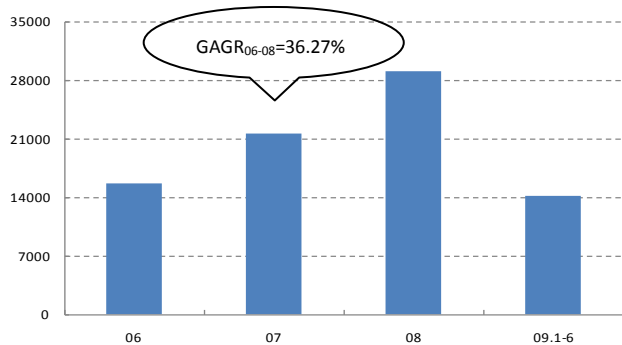
数据来源: 公司招股说明书

图 13: 罗莱家纺加盟渠道销售收入（万元）



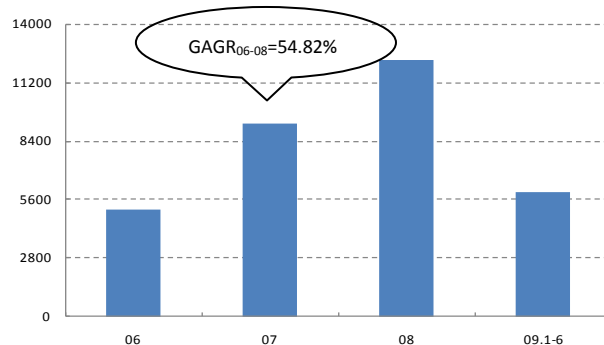
数据来源: Wind

图 14: 公司直营渠道销售收入 (万元)



数据来源: 公司招股说明书

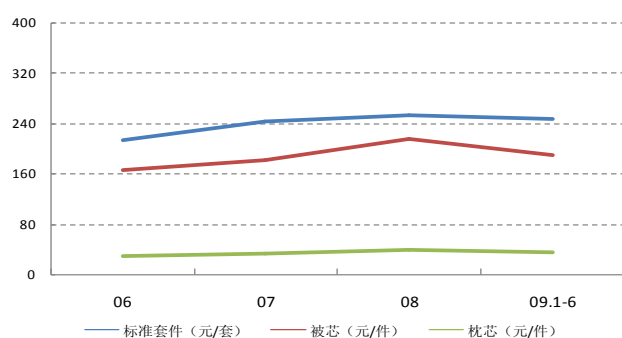
图 15: 罗莱家纺直营渠道销售收入 (万元)



数据来源: Wind

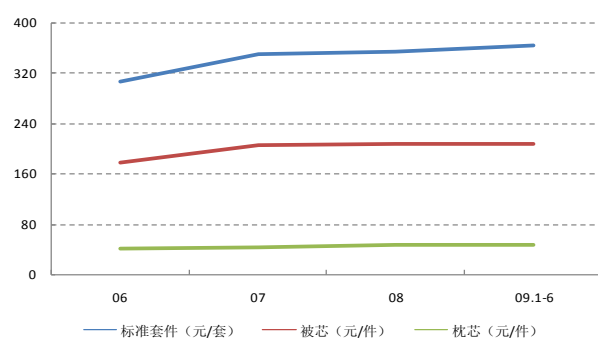
- 个性化品牌定位、人性化设计、新面料应用等因素使得公司品牌知名度不断提高, 议价能力也得到进一步增强。另外, 直营渠道不断加强使得公司更多产品从针对加盟商的批发价转化为针对消费者的零售价。在上述两方面因素的共同影响下, 公司床上用品销售均价呈上升趋势, 06-08年的复合增速快过罗莱家纺。09年上半年, 由于加大中低端产品的销售力度和运用降价促销等措施, 公司产品销售均价有所下降, 但销量有所增长。

图 16: 公司床上用品销售均价



数据来源: 公司招股说明书

图 17: 罗莱家纺床上用品销售均价



数据来源: Wind

- 公司产品的主要原材料为面料, 价格波动幅度较小, 化纤、蚕丝和羊毛价格波动幅度较大, 但用量较少。另外, 公司盈利能力对产品销售价格比对原材料价格更为敏感。

表 4: 公司盈利能力对产品销售价格变动敏感性分析

产品销售价格变动幅度	毛利率		
	06	07	08
5%	5.62%	7.86%	10.92%
-5%	-6.22%	-8.69%	-12.07%

数据来源: 公司招股说明书

表 5: 公司盈利能力对原材料价格变动敏感性分析

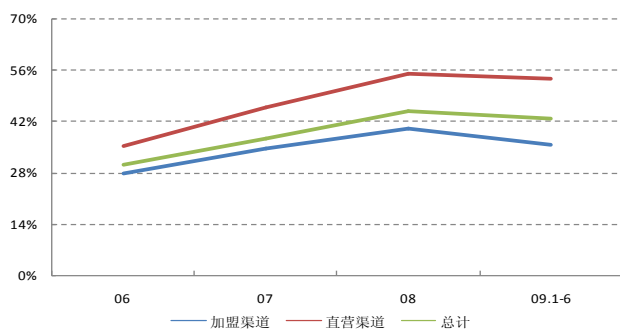
原材料价格变动幅度	毛利率
-----------	-----

	06	07	08
5%	-4.84%	-6.77%	-9.4%
-5%	4.84%	6.77%	9.4%

数据来源：公司招股说明书

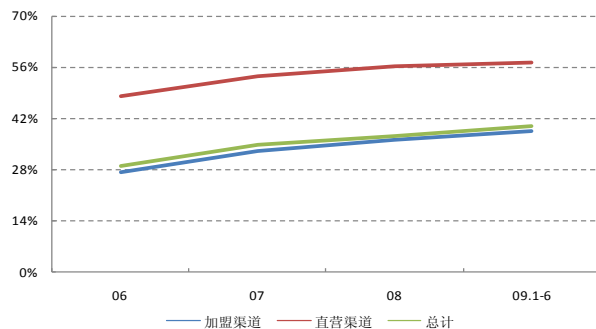
- 由于直营渠道毛利率要比加盟渠道高出10多个百分点，与罗莱家纺的差距收窄较快，再加上直营渠道销售收入在主营业务收入中所占比重比罗莱家纺高，公司盈利能力较强。

图 18：公司各销售渠道毛利率



数据来源：公司招股说明书

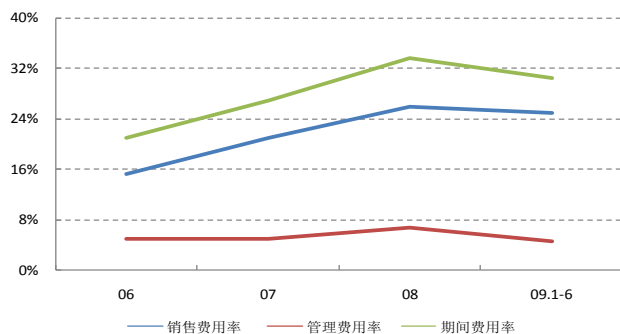
图 19：罗莱家纺各销售渠道毛利率



数据来源：Wind

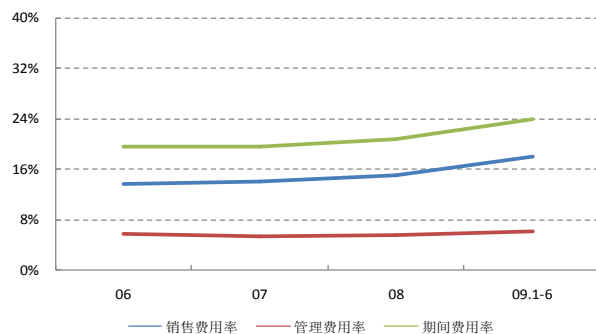
- 直营渠道销售收入在主营业务收入中所占比重较高也造成公司销售费用率较高，因此虽然毛利率较高，但净利率水平略低于罗莱家纺。

图 20：公司期间费用



数据来源：公司招股说明书

图 21：罗莱家纺期间费用

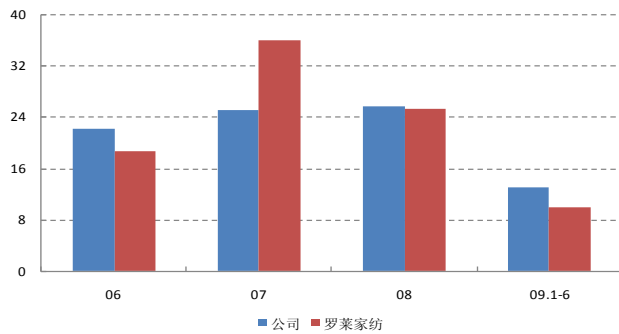


数据来源：Wind

四、公司营运分析

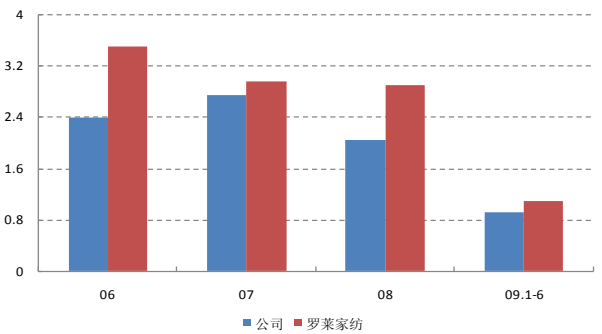
公司应收账款周转率较为稳定，存货周转率低于罗莱家纺。由于产成品增加较多，公司存货周转率在08年出现下降，主要原因在于：一是借助大型超市、大卖场，全面开展低端品牌“圣之花”产品的销售，直营渠道销售比重进一步加大，而门店需要一定的铺货量和备货量；二是由于家居品销售状况较好，加大采购力度。

图 22: 应收账款周转率



数据来源: 公司招股说明书

图 23: 存货周转率



数据来源: Wind

五、募投项目分析

公司募投项目按轻重缓急原则排序为直营渠道建设、龙华二期建设、常熟三期建设、ERP技术改造等, 总投资额为35796.1万元:

- 公司现有78家直营专卖店和238家直营专柜。直营渠道建设项目将为公司新增20家直营旗舰店、100家直营专卖店和60家直营专柜。公司现有直营门店全部位于省会城市城区和沿海经济发达城市, 而现有加盟门店除郑州和成都外, 主要位于非省会城市和省会城市郊区, 少数位于沿海经济发达城市。公司未来仍坚持直营渠道和加盟渠道区位分隔发展策略, 直营渠道建设项目选址仍以省会城市和沿海经济发达城市为主, 尽量减少冲突。假定直营旗舰店、直营专卖店和直营专柜的单位面积年销售收入分别为1.453、1.1966、1.0256万元/m², 不考虑加盟渠道扩张, 该项目将为公司每年新增销售收入43205.13万元、净利润3995.99万元。该项目建设期为两年, 预计第一、二和三年分别达产50%、80%和100%。

表 6: 公司直营渠道建设项目情况

	地点	数量	面积	取得方式
区域销售管理中心	上海	1	800m ²	购买
	北京	1	300m ²	购买
直营旗舰店	深圳	1	600m ²	租赁
	上海	1	600m ²	租赁
	北京	1	600m ²	租赁
		17	8500m ²	租赁
直营专卖店		100	20000m ²	租赁
直营专柜		60	4200m ²	租赁

数据来源: 公司招股说明书

表 7: 公司直营渠道建设项目选址情况

地点



区域销售管理中心	上海、北京
直营旗舰店	上海、北京、深圳、广州、厦门、福州、武汉、长沙、南昌、南京、杭州、天津、济南、成都、重庆、昆明、沈阳、大连、哈尔滨、西安
直营专卖店	直辖市、省会城市、沿海经济发达城市、二级城市和部分三线城市
直营专柜	上海、北京、深圳、广州、厦门、福州、武汉、长沙、南昌、南京、杭州、天津、济南、成都、重庆、昆明、沈阳、大连、哈尔滨、西安

数据来源：公司招股说明书

- 公司现有产能分布为标准套件150万套、被芯99万件和枕芯40万件。龙华二期建设项目和常熟三期建设项目将为公司新增产能分布为标准套件130万套、被芯100万件和枕芯50万件。按批发价计算，该项目将为公司每年新增销售收入44000万元、净利润2819.1万元。该项目建设期为11个月。
- ERP技术改造项目投入运营后不直接产生经济效益，但供应链管理系统的反应能力将得到进一步提高，间接产生的经济效益将会通过公司营业收入增速、盈利能力、费用控制能力等体现。

六、盈利预测和投资建议

➤ 盈利预测核心假设：

1. 预计募投项目10-12年达产率分别为30%、70%和90%，之后为100%。新增产能中，44%、51%和5%分别通过加盟渠道、直营渠道和出口实现。
 2. 直营渠道销售收入的65%为正货产品销售，35%为促销产品销售；正货产品零售价为批发价的2.5倍，促销产品零售价为批发价的4/3倍。
 3. 面料等为公司产品的主要原材料，约占营业成本的90%。考虑到公司在家纺行业的龙头地位，预计可以通过产品提价来平抑营业成本的波动。
 4. 随着直营销售比重的加大，销售费用率还会增加，预计销售费用率将达到26%。管理费用率也将随着销售规模的扩大而出现增加，预计将达到7%。
 5. 10、11年新增资本支出分别为22222.97、5073.47万元；10-12年所得税率分别为20%、22%和24%，之后为25%。
- 估值水平：由于产品直接面向社会大众，品牌战略成为公司的工作重点，虽然与孚日股份等上市公司同属家纺行业，但并不具有可比性。从目标消费群体、营销模式、盈利能力等方面来看，公司与品牌服装上市公司（美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、星期六、罗莱家纺、探路者等）更为相近。临近消费终端，再加上产品主要以内需为主，品牌服装上市公司在纺织服装板块一直享受较高估值，剔除在创业板上市的探路者，10年平均PE为29.19X。

表 8：品牌服装上市公司估值水平

最新股价	EPS			PE		
	09	10	11	09	10	11



美邦服饰	22.58	0.61	0.83	1.07	37.18	27.22	21.1
七匹狼	22.58	0.69	0.86	1.12	32.71	26.11	20.17
报喜鸟	21.69	0.63	0.79	0.99	34.28	27.37	21.82
星期六	23.52	0.57	0.74	1	41.32	31.95	23.51
罗莱家纺	40.68	0.96	1.22	1.51	42.34	33.28	26.86
平均值					37.57	29.19	22.69
探路者	42.79	0.58	0.82	1.07	74.31	52.03	39.84

数据来源: Wind

- 投资建议: 公司09-11年EPS分别为0.787、0.923、1.369元,复合增长率为28.96%,作为家纺行业的龙头企业之一,给予2010年30-35X的PE,合理股价为27.69-32.31元,较30元的发行价已无上涨空间。参考罗莱家纺上市初期表现,公司股价在40元左右时,建议投资者兑现收益。



表 9：公司盈利预测

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	68076	74884	101093	141531	成长性				
营业成本	37445	41190	56755	78367	营业收入增长	15.3%	10.0%	35.0%	40.0%
销售费用	17193	18912	26284	36798	营业成本增长	1.4%	10.0%	37.8%	38.1%
管理费用	4435	4879	6586	9221	营业利润增长	27.7%	21.1%	17.3%	48.4%
财务费用	687	-46	-281	-263	利润总额增长	25.5%	23.2%	17.3%	48.4%
投资净收益	0	0	0	0	净利润增长	12.7%	23.2%	17.3%	48.4%
营业利润	8059	9760	11445	16984	盈利能力				
营业外收支	-140	0	0	0	毛利率	45.0%	45.0%	43.9%	44.6%
利润总额	7919	9760	11445	16984	销售净利率	9.7%	10.8%	9.4%	10.0%
所得税	1344	1657	1943	2883	ROE	29.7%	7.5%	8.1%	10.7%
少数股东损益	0	0	0	0	ROIC	29.1%	29.3%	22.6%	23.5%
净利润	6575	8104	9503	14101	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	25.3%	25.3%	26.0%	26.0%
流动资产	33637	121758	118842	141976	管理费用/营业收入	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
货币资金	7848	93390	79857	88049	财务费用/营业收入	1.0%	-0.1%	-0.3%	-0.2%
应收帐款	2463	2710	3658	5121	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	0	0	0	0	所得税/利润总额	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
存货	21912	24103	33212	45859	应收帐款周转率	26.32	23.52	23.03	25.12
非流动资产	16155	16364	37993	41840	存货周转率	1.63	1.44	1.44	1.56
固定资产	9560	10153	32165	36397	流动资产周转率	0.88	0.62	0.78	0.91
资产总计	49792	138123	156834	183815	总资产周转率	0.72	0.51	0.59	0.72
流动负债	24771	26998	36207	49087	偿债能力				
短期借款	2500	2500	2500	2500	资产负债率	55.6%	21.6%	24.9%	28.3%
应付款项	16438	18082	24915	34402	流动比率	1.36	4.51	3.28	2.89
非流动负债	2902	2902	2902	2902	速动比率	0.47	3.62	2.37	1.96
长期借款	2822	2822	2822	2822	每股指标（元）				
负债合计	27673	29900	39109	51989	EPS	0.638	0.787	0.923	1.369
股东权益	22119	108223	117725	131826	每股净资产	2.15	10.51	11.43	12.80
股本	10300	10300	10300	10300	每股经营现金流	0.65	0.86	0.99	1.48
留存收益	14419	97923	107425	121526	每股经营现金/EPS	1.0	1.1	1.1	1.1
少数股东权益	0	0	0	0	估值				
负债和权益总计	49792	138123	156834	183815	PE	47.0	38.1	32.5	21.9
现金流量表（万元）					PEG	1.62	1.19	0.67	-
经营活动现金流	6707	8903	10188	15287	PB	14.0	2.9	2.6	2.3
其中营运资本减少	-2016	-352	-1407	-2062	EV/EBITDA	31.10	28.93	23.72	15.75
投资活动现金流	-1165	-1362	-23721	-7095	EV/SALES	4.62	4.20	3.11	2.22
其中资本支出	-1180	-1362	-23721	-7095	EV/IC	11.70	11.17	5.83	4.90
融资活动现金流	-5594	78000	0	0	ROIC/WACC	2.67	2.70	2.08	2.16
净现金总变化	-52	85542	-13533	8192	REP	4.38	4.14	2.81	2.27

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王萍: 中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，09年任纺织服装行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券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。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
行业评级	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	
	推荐	
	谨慎推荐	
	中性	
	回避	

预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；

预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。