



稳字当头 类金融框架已现

—香溢融通(600830)调研报告

戴方

执业证书编号: S1230209050111

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

- 类金融业务唯一的上市公司 概念独特 市场稀缺
- 金融危机后将风险控制提升为第一要务
- 首次给予“中性”评级, 建议关注。

投资要点:

■ 一体两翼格局 类金融是方向

公司目前的战略为一体两翼, “一体”为类金融, 包括典当、租赁和担保等融资业务。收入主要以利息为主, 也有部分佣金收入, 上述三项可协同发展, 典当是主要解决中小企业短期融资问题; 担保则解决贷款难问题; 租赁是可解决固定资产融资难问题; 三类业务基本上能从时间上满足中小企业的大部分融资需求。公司期望打造完整的类金融融资链, 并在业务结构、客户资源、风险化解及人才培养等方面发挥协同效应。

■ 稳健第一 风控是头等大事

我们看好公司类金融业务的发展定位及成长潜力, 而且非常认同公司在风险控制方面的谨慎态度。尽管这样可能会牺牲掉一部分眼前利益, 但经营一家百年老店不是一朝一夕的事, 稳健甚至略带保守的经营风格可能会走得更远更好。

公司在业务协同、风控体系、管理效率等方面还需进一步加强。同时当前经济形势不太稳定, 当前的规模和抗风险能力并不足以保证其收入的稳定性, 因此我们对收入的预计并不乐观, 主要体现在规模和收益率上, 资产减值准备也偏保守; 但基于公司的稳健思路和向好的经营效率, 对经营成本预计得不算严苛。

■ 首次给予“中性”评级, 建议关注

预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元、0.31 元, 分业务估值显示其价格已经享受了一定的市场溢价, 建议开始关注, 首次给予“中性”评级。

■ 公司指标摘要

单位: 百万, %	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1216.14	927.09	998.21	1066.60	1141.19
同比		-23.77%	7.67%	6.85%	6.99%
类金融收入	152.36	132.09	163.46	190.11	220.88
同比		-13.31%	23.75%	16.30%	16.18%
归属母公司净利润	50.53	62.12	105.58	120.06	141.90
同比		22.93%	69.95%	13.71%	18.19%
营业利润率	5.08%	6.38%	12.21%	13.54%	15.36%
PE	97.75	79.51	46.74	41.14	34.81

评级: 中性

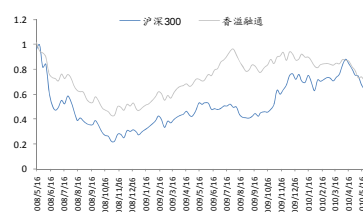
上次评级:

合理估值: ¥9.99

上次预测:

当前价格: ¥10.87

单季度业绩	元/股
1Q/2010	0.04
2Q/2010	0.06
3Q/2010	0.07
4Q/2010	0.06



公司简介

原名甬城隍庙、大红鹰实业, 当前主营商贸及房地产, 发展方向是典当、担保、租赁一体的类金融服务链企业。

近期报告

《城商行, 谁是你的明天?》

——城商行发展专题研究

报告撰写人: 戴方

报告数据支持人: 黄薇





正文目录

1. 公司概况及业务介绍	3
1.1. 业务多样 股东实力较强	3
1.2. 一体两翼格局 类金融是主方向	5
1.3. 典当业务	5
1.4. 租赁业务	7
1.5. 担保业务	7
1.6. 房地产业务	7
1.7. 商贸业务	8
2. 盈利预测及投资建议	8
2.1. 盈利预测	8
2.2. 投资建议：中性	10

图表目录

图表 1: 烟草类公司在公司股东中占据主要地位	3
图表 2: 公司的实际控制人是中国烟草总公司浙江省公司	3
图表 3: 公司主营业务收入在 09 年遭遇下滑	4
图表 4: 主营业务收入各分项	4
图表 5: 公司控股子公司众多、业务多样	4
图表 6: 其它业务收入各分项	5
图表 7: 利息收入各分项	5
图表 8: 典当及担保业务收入在 09 年大幅增长	5
图表 9: 公司近 3 年的销售业务及典当业务营业利润率	6
图表 10: 由典当业务投放的贷款余额在下降 覆盖率在提升	7
图表 11: 2010-2012 年公司 3 项类金融业务收入预测	8
图表 12: 香溢融通利润表预测	9
图表 13: 分业务估值表	9





1. 公司概况及业务介绍

1.1. 业务多样 股东实力较强

公司原名为宁波大红鹰实业投资股份有限公司，于2008年5月23日更名为香溢融通。前身为宁波城隍庙商城股份有限公司，1992年9月成立，注册资本为人民币3800 万元，1993年12月向社会公众发行1270万股新股上市，股本总额增至5070万元。

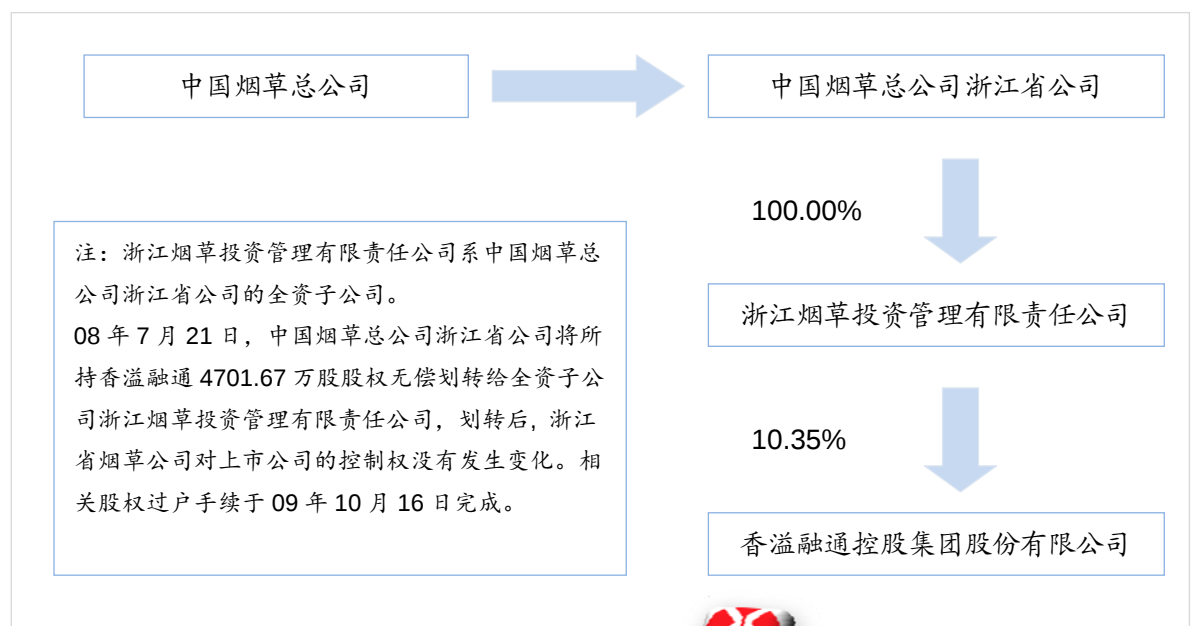
多年来，经过配股、派红股及公积金转增股本等一系列股本扩充行为后，截止07年底，公司总股本为36432万股。公司又于08年2月4日向特定投资者非公开发行9000万股普通股，经此次非公开发行后香溢融通总股本增至45432万股。

图表 1: 烟草类公司在公司股东中占据主要地位

股东名称	持股数(百万)	持股比例(%)	股本性质
浙江烟草投资管理有限责任公司	47.02	10.35	A 股流通股
浙江香溢控股有限公司	45.00	9.90	限售流通 A 股
中天发展控股集团有限公司	45.00	9.90	限售流通 A 股
浙江中烟工业有限责任公司	13.50	2.97	A 股流通股
宁波市郡庙企业总公司	12.55	2.76	A 股流通股
宁波大红鹰经贸有限公司	5.46	1.20	A 股流通股
浙江省烟草公司宁波分公司	5.15	1.13	A 股流通股
中国对外经济贸易信托有限公司-汇富 7	3.75	0.83	A 股流通股
浙江国信控股集团有限责任公司	3.33	0.73	A 股流通股
黄德法	3.20	0.70	A 股流通股
合 计	183.95	40.47	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图表 2: 公司的实际控制人是中国烟草总公司浙江省公司





数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图表 3：公司主营业务收入在 09 年遭遇下滑

单位：百万	2009	2008	同比增速
营业收入			
主营业务	795	1,063	-25%
其他业务	58	39	48%
合计	853	1,102	-23%
营业成本			
主营业务	715	960	-26%
其他业务	5	5	3%
合计	720	964	-25%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图表 4：主营业务收入各分项

单位：百万	2009		2008		收入同比增速
	收入	成本	收入	成本	
商品销售收入	726	682	986	927	-26%
酒店餐饮收入	14	8	16	9	-11%
广告收入	7	4	12	9	-43%
房地产收入	16	9	16	8	6%
咨询收入	16	0	24	0	-33%
娱乐收入	2	1	2	1	-19%
终端服务收入	14	10	7	5	108%
其他收入	1	0	1	1	-48%
合计	795	715	1,063	960	-25%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图表 5：公司控股子公司众多、业务多样

旗下控股子公司全称	业务性质	注册资本 (万)	持股比例（暨表 决权比例）
浙江香溢担保有限公司	担保业	20000	90.00%
浙江香溢租赁有限责任公司	租赁业	20000	90.00%
浙江香溢金联有限公司	国内贸易	10000	70.00%
浙江元泰典当有限责任公司	典当	10000	100.00%
浙江香溢德旗典当有限责任公司	典当	4900	71.00%
宁波香溢实业发展有限公司	国内贸易	2000	90.00%
上饶大红鹰置业有限公司	房地产开发	1000	65.00%
宁波国泰金银饰品有限责任公司	商业	500	51.00%
宁波香溢广告策划有限公司	广告制作	500	100.00%
宁波香溢进出口有限公司	进出口贸易	500	100.00%
浙江香溢保险经纪有限公司	保险经纪	500	100.00%
宁波亚细亚商城有限公司	商业	300	66.67%
杭州香溢信息咨询服务股份有限公司	咨询服务	300	91.00%
宁波城隍庙乐大世界娱乐有限公司	娱乐业	280	80.00%
宁波香溢数码喷绘有限公司	广告制作	250	100.00%





宁波海曙大红鹰新技术开发有限公司	设备租赁	200	100.00%
宁波盛威数码喷绘设备有限公司	广告制作	150	100.00%
宁波大榭开发区香溢广告策划有限公司	广告制作	100	100.00%
宁波市海曙城隍庙水电安装有限公司	水电安装	69	82.67%
成都香溢数码喷绘有限公司（注）	广告制作	50	100.00%
杭州利群数码广告策划有限公司	广告制作	50	90.00%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

1.2. 一体两翼格局 类金融是主方向

公司目前的战略为一体两翼，“一体”为类金融，包括典当、租赁和担保等融资业务，业务收入主要以利息为主，也有部分佣金收入。按照公司的战略构想，上述三项业务协同发展，典当主要是解决中小企业短期融资问题，而担保是解决中小企业贷款难问题的类金融服务，租赁是解决中小企业固定资产融资难的类金融服务，三类业务基本上能从时间上满足中小企业的大部分融资需求。公司期望通过类金融融资链的打造，三者能在业务结构、客户资源、化解风险及人力资源等方面发挥协同效应。

图表 6：其它业务收入各分项

单位：百万	2009		2008		收入同比增长
	收入	成本	收入	成本	
租赁收入	18	4	14	4	27%
利息收入	30	-	14	-	118%
场租费收入	9	-	8	-	8%
其他收入	1	1	3	1	-59%
合计	58	5	39	5	48%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所。数据说明：此处的利息收入不是图表7的利息收入。

图表 7：利息收入各分项

单位：百万	2009	占比（09年）	2008	同比增速
动产质押贷款利息收入	6	10%	8	-22%
财产权利质押贷款利息收入	17	28%	62	-72%
房地产质押贷款利息收入	39	62%	40	-3%
合计	62	100%	110	-43%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

图表 8：典当及担保业务收入在 09 年大幅增长

手续费及佣金	2009		2008		收入同比增长
单位：百万	收入	成本	收入	成本	
典当咨询收入	6.21	-	0.70	-	789%
保险经纪业务收入	2.99	0.03	2.97	0.11	1%
合计	9.20	0.03	3.67	0.11	151%
担保收入	2.55	-	-	-	-

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3. 典当业务





公司 2004 年进入典当行业，主要为中小企业提供短期融资服务，现有两个公司：元泰和德旗，分别在杭州和宁波开展业务，历史沿革如下：

元泰典当：2004 年 4 月，香溢网络（香溢金联前身）通过股权收购和增资出资 4000 万元获取了元泰 80% 的股权，元泰注册资本由 2000 万元提高到 5000 万元，09 中报显示已经增资到 1 亿元；2005 年 8 月香溢金联将 20% 股权转让给浙江盈元，出售价格为 1049 万元；2007 年 3 月大红鹰以 3017 万元的价格收购浙江盈元持有的元泰的 40% 股权，实现了 100% 控制元泰典当。

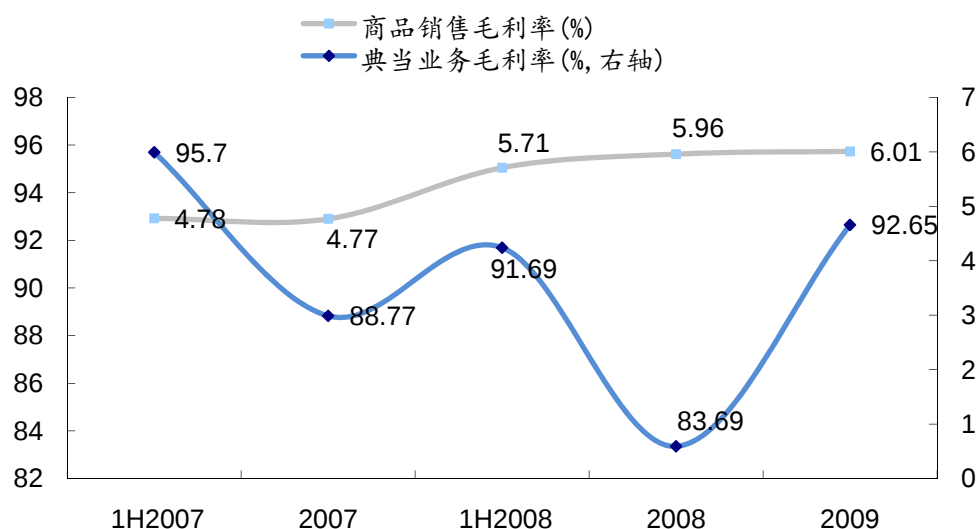
德旗典当：2005 年 7 月香溢金联以 1420 万元收购了奉化德旗典当，注册资金 2000 万元，公司持股 71%；2007 年上半年公司增资扩股，原股东同比投入按照 1 元/股的价格认购增发股本，注册资本由 2000 万元提高到 4900 万元。

2008 年定增计划中考虑收购 2 家典当公司，即宁波典当和横溢典当，但后来在金融危机的影响下，典当业务暴露了较多的风险，董事会研究后决定以控制风险为第一要务，放弃原有的收购计划，募集资金也改变用途用做流动资金。

公司的典当业务多数在办公室办理业务、采取面谈形式，因为客户基本都以中小企业为主，面对个人的部分较少，但元泰和德旗仍在杭州和奉化分别有 1 家门店。中小企业典当的物品以厂房、商品和权利为主。公司会根据不同的抵押物和不同的借款期限，给予客户不同的资金利率，据悉近期浙江民间借贷利率已经飙升近 15%，而公司给予客户的贷款利率平均在 9.5% 上下，尚不足 10%，大幅低于民间水平，主要是从风险控制的角度考虑，我们认为这是比较合理且适当的。

利率制定参考 1 年期的贷款利率，基本是在 1 年期贷款利率的基础上翻倍。平均而言，期限在 3 个月左右，毛利可达 90% 以上（并未考虑自有资金的成本，营业成本中多为员工费用等，这也是公司净息差接近 10% 的原因）。

图表 9：公司近 3 年的销售业务及典当业务营业利润率



数据来源：公司公告，浙商证券研究所





在经历了金融危机后，公司将风险控制摆在业务发展的首要位置。类金融业务涉及到的 800 万以下的，事业部总经理有权批复；800-5000 万需要集团业务审核委员会。5000 万以上要上董事会审核。典当业务 09 年净利润小于低于租赁业务的主要原因是计提了减值准备，例如飞跃、华伦等。

飞跃目前已经完成债务重组，3000 万的剩余欠款由宏业建设（飞跃所在地的一家公司）承接；华伦的债务重组计划已经获得富阳法院通过，元泰的 2000 万有担保债权为第二顺位继承人；元泰典当的 40 万普通债权和香溢德旗的 2000 万普通债权清偿率为 12%，不足部分可向四川金顶追索，预计这些债权的收回在 2010 年基本无法实现，最快也要 2011 年。

图表 10：由典当业务投放的贷款余额在下降 覆盖率在提升

单位：百万	贷款余额	占比	拨备	拨备/贷款（余额）
2008				
应收典当款	537	76.50%	49	9.19%
委托贷款	165	23.50%	2	1.00%
合计	702	100.00%	51	7.27%
2009				
应收典当款	310	46.01%	50	16.02%
委托贷款	364	53.99%	4	1.08%
合计	674	100.00%	54	7.95%

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4. 租赁业务

租赁业务是公司新开展的业务，注册地在宁波，主要是商铺租赁和船舶租赁业务。公司以自有资金购买船舶和商铺，随后租赁给需要的客户。08 年该业务实现净利润 1600 万元，09 年净利润 1400 万。

融资租赁由于有牌照限制，所以毛利率较高，平均可达 80%，如国际知名的卡特彼勒公司，该项业务的毛利率长期保持在 60% 上下。尽管公司目前开展的是经营性租赁，但毛利率较高，09 中期也有 80% 以上。公司有进入融资租赁领域的计划，且正在积极推进中，如果能有所突破，将进一步提升公司的毛利率水平。

1.5. 担保业务

担保公司 08 年 12 月在杭州成立，经过 09 年的运作，已经初具规模，盈利主要向需要担保的客户收取担保费。主要面对中小企业，个人则要看情况而定。这是公司未来的盈利增长点，设立之初主要考虑辅助典当公司的业务，但目前已有发展壮大并独挡一面的趋势。

1.6. 房地产业务

“两翼”之一为商贸，是公司前身即城隍庙股份公司的遗留资产，如今还在经营中，以休闲服和运动服为主，毛利较低，只有 6% 左右；“两翼”的另外一翼为房地产业务，但也仅有一个地产项目，位于江西上饶，即上饶大红鹰·香溢云天，且没有后续再拿地的计划。





公司的地产公司大红鹰置业于 2003 年成立，公司持股 65%。开发项目为香溢云天。位于江西上饶市东湖区叶挺大道 101 号，项目占地总共 432 亩，分批开发，2008、2009 年分别结算了一部分。1 期主要是别墅，2 期是公寓和别墅混合。土地成本较低，仅为 12 万/亩。目前来看房地产不是公司未来主业，因而我们预计该项目结束后公司的房地产业务或将终止。

1.7. 商贸业务

公司的商贸业务有两个部分，一为贸易，二为城隍庙商城。贸易业务在 09 年受海外经济波动影响，营收有所下降，但毛利率略有提升；商城是公司前身的遗留资产，分新老两部分，老城隍庙商城是宁波文物，面积 4000 平米左右；新商城面积 2 万多平米，归公司所有，大部分商铺用于公司自营，少部分用于出租。公司目前对商贸业务没有明显的缩减意向。

2. 盈利预测及投资建议

2.1. 盈利预测

就目前公司现状来说，在业务协同、风控体系以及管理效率等三个主要方面，还有较大的进步空间。而且国际国内的经济形势都不太稳定，公司当前的业务规模和抗风险能力并不足以保证其收入的稳定性，因此我们的预计不算乐观，这主要体现在业务规模和收益率上，在资产减值准备方面也偏保守；但对于经营成本我们预计得不算严苛，主要基于公司稳健的业务开拓思路和逐渐提升的经营效率。

图表 11: 2010-2012 年公司 3 项类金融业务收入预测

单位: 万	2009	2010E	2011E	2012E
典当业务				
资本金	25307	29427	33671	38516
增速	-54.28%	16.28%	14.42%	14.39%
利息支出	-456	-524	-603	-694
综合费息收入	6240	7687	8781	10028
综合费息率	23.54%	25.00%	25.00%	25.00%
业务收入	5784	7162	8178	9335
担保业务				
资本金	20000	23200	27376	32304
增速	0.00%	16.00%	18.00%	18.00%
担保规模	14786	17152	20239	23882
放大倍数	10X	10X	10X	10X
担保收入	256	309	364	430
担保费率	1.73%	1.80%	1.80%	1.80%
利息收入	540	626	739	872
利息率	2.70%	2.70%	2.70%	2.70%
业务收入	796	935	1103	1302
租赁业务				
资本金	24000	28800	34560	41472
增速	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%





租赁规模	24000	28800	34560	41472
租赁费率	7.45%	7.45%	7.45%	7.45%
业务收入	1788	2146	2575	3090

数据来源：公司财报，浙商证券研究所

图表 12：香溢融通利润表预测

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1216.14	927.09	998.21	1066.60	1141.19
营业收入	1103.00	852.94	901.79	955.01	1011.95
--主营业务	1063.78	795.00	834.75	876.49	920.31
--其它业务	39.22	57.94	67.04	78.52	91.64
--租赁业务	14.05	17.88	21.46	25.75	30.90
--利息收入	13.82	30.07	34.59	39.77	45.74
--场租及其它	11.35	9.99	11.00	13.00	15.00
手续费及佣金收入	2.97	9.20	10.20	12.75	15.94
利息收入	110.17	62.40	76.87	87.81	100.28
担保收入	0.00	2.55	9.35	11.03	13.02
营业总成本	1154.34	867.90	876.35	922.16	965.88
营业成本	964.45	719.50	739.47	764.01	789.32
利息支出	0.00	4.59	5.24	6.03	6.94
手续费及佣金支出	18.45	0.03	2.50	2.82	3.17
营业税金及附加	19.45	15.46	16.97	18.13	19.40
保险合同准备金净额	0.00	0.74	1.00	1.00	1.00
三费合计	99.82	93.58	84.75	95.99	108.41
资产减值损失	52.17	34.00	52.17	34.18	37.65
投资净收益	-1.35	8.09	4.50	4.95	5.45
营业利润	60.45	67.28	60.45	149.38	180.75
营业外收支净额	18.74	19.67	22.35	21.95	21.75
所得税费用	21.48	19.52	34.20	41.12	48.60
净利润	57.71	67.43	114.51	130.21	153.90
归属母公司净利润	50.53	62.12	105.58	120.06	141.90
EPS(元)	0.11	0.14	0.23	0.26	0.31

数据来源：公司财报，浙商证券研究所。数据说明：三项类金融业务的收入均来自图表 11 的预测值。

图表 13：分业务估值表

项目	倍数	2010E	2011E	2012E
类金融业务估值	45X	7.84	9.01	10.80
非类金融业务估值				
--商贸	30X	1.75	1.93	2.17
--房地产	1X	0.4	0.4	0.4
合理估值		9.99	10.94	12.98

数据来源：浙商证券研究所。数据说明：假定房地产业务非持续经营。





2.2. 投资建议：中性

我们看好公司类金融业务的发展定位及成长潜力，而且非常认同公司在风险控制方面的谨慎态度。尽管这样可能会牺牲掉一部分眼前利益，但经营一家百年老店不是一朝一夕的事，稳健甚至略带保守的经营风格可能会走得更好。

预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.26 元、0.31 元，分业务估值显示其价格已经享受了一定的市场溢价，建议开始关注，首次给予“中性”评级。





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟到
+86 21 6471 8888-1225
Liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaiheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740
wanghe@stocke.com.cn

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702
xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814
yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的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。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

