

宋城股份(300144) 精耕细作打造第一旅游文化演艺股

研究员：耿焜、郭琰
执业证书编号：S0570209050312
电话：025-83290918
E-mail: yanguo0617@hotmail.com
地址：南京市中山东路90号

发行基本资料

餐饮旅游	
发行股数(万)	4,200
发行后总股本(万)	16,800
发行方式	网下+网上
发行日期	2010/11/29
保荐机构	中国银河证券

发行前财务数据(2009)

每股收益(元)	0.70
每股净资产(元)	2.11
总资产(百万元)	710.16
资产负债率(%)	62.53
净资产收益率(%)	40.45
每股经营性现金流(元)	1.20

公司合理价格区间： 48.59-57.02 元

投资要点：

- 1、公司此次拟公开发行 4,200 万股，发行后总股本 16,800 万股。公司实际控制人黄巧灵先生及其黄氏家族合计持有公司 58.75% 的股权。
- 2、公司的主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营，主要业务板块包括了文化类主题公园宋城景区、游乐类主题公园杭州乐园。其中宋城景区的门票收入及文化演艺项目是公司主要收入来源。目前公司的核心产品为在宋城景区内上映的大型旅游文化演艺节目——《宋城千古情》。
- 3、宋城景区及杭州乐园近两年发展较快。从 2010 年中期数据来看，营业收入分别上涨了 56.55%，59.73%。其中宋城景区的较快发展主要受益于其独特的“主题公园+旅游文化演艺”的业务模式，高附加值的文化演艺节目提高景区整体的毛利率的同时也克服了景区传统单一模式的缺陷。
- 4、此次首次上市募集的资金将用于动漫乐园、杭州乐园和宋城景区三个改扩建项目，合计总投资达 60,060 万元。三项均与 2012 年全部完工，预计完工当年将对公司业绩有所回报。
- 5、综合来看，目前公司业务发展较快。从 2010 年中期数据来预测，宋城景区及杭州乐园全年收入的大幅增长趋势基本已锁定，涨幅预计分别将超过 50%，40%，以此我们判断公司在杭州区域内的业务处于上升通道，且市场占有率远高于同类景区。因此，我们对公司在区域内发展持乐观态度。
- 6、未来，公司业绩的大幅提升主要依靠其外延式的扩张，我们将关注公司在三亚主题公园的运营情况，其特殊的经营模式是否能在全国范围内复制将是公司持续发展的关键。综合来看，我们认为公司合理价格区间在 48.59-57.02 元之间，相对应 2010 年 EPS 1.01 元，市盈率在 48-57 倍之间。预计 2010 年-2011 年 EPS: 1.01 元，1.32 元，1.78 元。

主要经营指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(亿)	2.73	4.41	5.24	7.50
收入增长率(%)	38.20	51.60	26.60	43.10
净利润(百万)	0.88	1.70	2.22	2.99
净利润增长率(%)	31.80	41.10	42.30	39.90
EPS(元)(摊薄后)	0.52	1.01	1.32	1.78

图表目录

图表 1: 公司主营业务及核心产品示意图.....	3
图表 2: 公司股权结构图	4
图表 3: 公司 2008-2009 年各项业务构成比例	4
图表 4: 2007-2010 年景区各项收入情况	5
图表 5: 2007-2010 年宋城景区游客人数统计	5
图表 6: 公司票价提升情况	6
图表 7: 宋城千古情与区域内其它文化演艺节目比较.....	6
图表 8: 杭州乐园 2008-2010 年经营状况	7
图表 9: 杭州乐园 2008-2010 年游客人数统计	7
图表 10: 三项募投项目	8
图表 11: 宋城景区 2010-2012 年盈利预测	9
图表 12: 杭州乐园 2010-2012 年盈利预测	9
图表 13: 杭州动漫乐园 2010-2013 年盈利预测	10
图表 14: 其他业务收入 2010-2012 年盈利预测	10
图表 15: 公司 2010-2012 年总收入/成本预测	11
图表 16: 公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析.....	11
图表 17: 可比上市公司估值	12

一、 公司简介

杭州宋城旅游发展有限公司创立于 2000 年 12 月 28 日，地处杭州，是国内最早进入主题公园与旅游文化演艺行业的公司之一。经过多年的探索，公司形成了其独特的“主题公园+旅游文化演艺”的业务模式，其“宋城”品牌在国内有一定的知名度。

公司的主营业务为主题公园和旅游文化演艺的投资、开发和经营，主要业务板块包括了文化类主题公园宋城景区、游乐类主题公园杭州乐园。目前公司的核心产品为在宋城景区内上映的大型旅游文化演艺节目——《宋城千古情》。

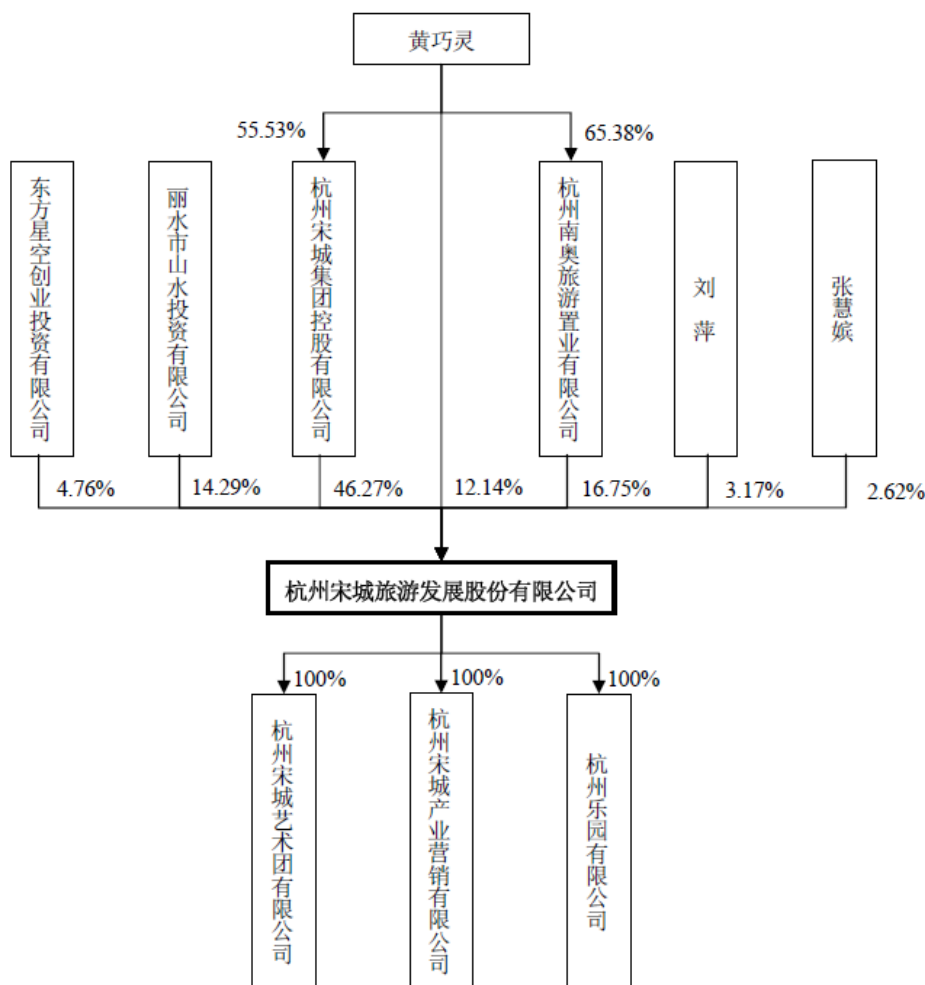
图表 1：公司主营业务及核心产品示意图



数据来源：公司公告

公司此次拟公开发行 4200 万股，发行后总股本 1.68 亿股。公司实际控制人黄巧灵先生直接持有宋城股份 12.14% 的股权，同时分别通过控制杭州宋城集团控股有限公司、杭州南奥旅游置业有限公司 55.53% 及 63.38% 的股权间接持有上市公司股权。黄巧灵家族控制的宋城控股、南奥置业及其家族自然人刘萍分别持有上市公司 46.27%、16.75%、3.37% 的股权，黄氏家族合计持有公司 78.33% 的股权。此次公开发行后，黄氏家族合计持有公司 58.75% 的股权。因此未来黄氏家族对公司的经营管理及发展有着绝对的控制权。

图表 2：公司股权结构图

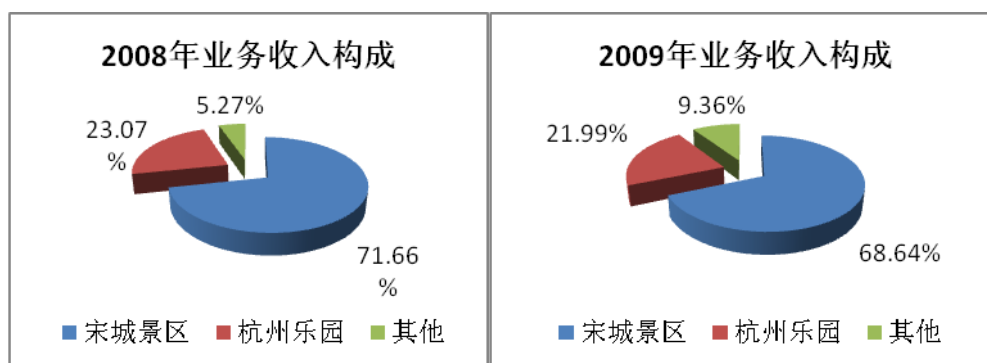


数据来源：公司公告

二、 主营业务经营状况

目前，公司主营业务板块包括文化类主题公园杭州宋城景区及游乐类主题公园杭州乐园，其中宋城景区的门票收入及文化演艺项目是公司主要收入来源。

图表 3：公司 2008-2009 年各项业务构成比例



数据来源：公司公告，华泰证券研究所

1) 宋城景区

景区在创建第二年便将自行创作的宋文化主题的旅游文化演艺节目《宋城千古情》与其景区发展相结合。此后，宋城景区便开始了“主题公园+旅游文化演艺”经营模式的探索。经过数十年的探索，《宋城千古情》已成为公司主要收入来源，且收入占比有逐年上升的趋势。

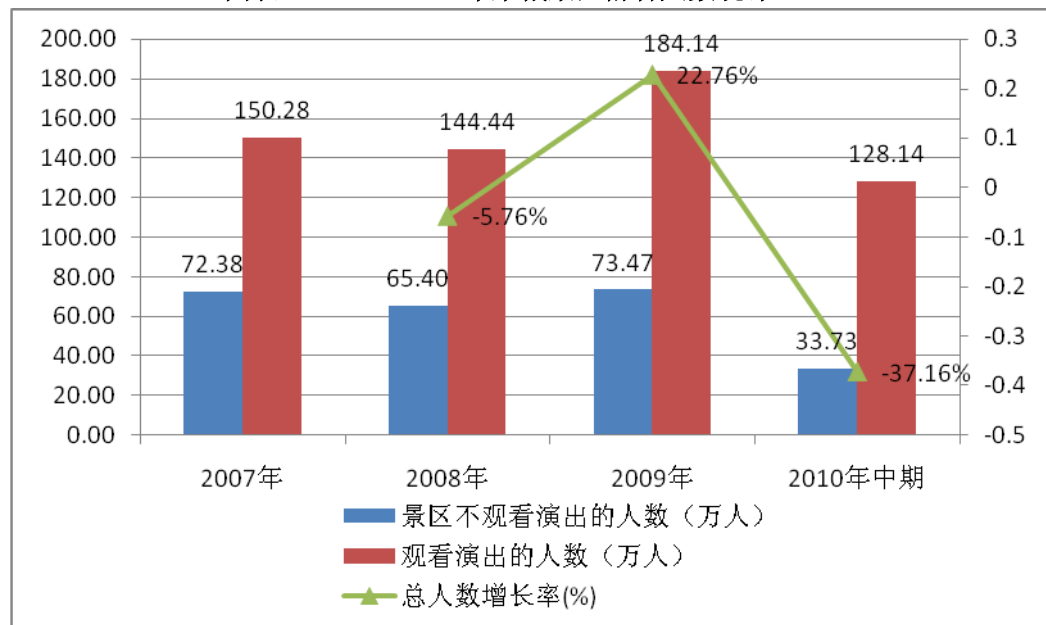
图表 4：2007-2010 年景区各项收入情况

	2007 年	收入占比	2008 年	收入占比	2009 年	收入占比	2010H	收入占比
门票收入(万元)	3197.91	27.28%	3272.13	23.10%	3958.94	21.10%	1968.31	14.93%
演艺收入(万元)	8446.20	72.04%	10853.97	76.61%	14755.13	78.65%	11206.25	85.02%
商品销售(万元)	80.22	0.68%	41.37	0.29%	45.77	0.24%	5.74	0.04%
收入(万元)	11,724.33		14,167.47		18,759.84		13,180.29	

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

另外，我们通过游客人数的增长以及景区门票价格数次的提价，也可以看出该模式对于提升景区的景气度、促进公司业绩增长起到了重要作用。

图表 5：2007-2010 年宋城景区游客人数统计



数据来源：公司公告，华泰证券研究所

景区游客人数由 2007 年的 222.66 万人增长到 2009 年的 257.61 万人，仅 2008-2009 年总游客人数增幅达 22.76%，而 2010 年中期的游客人数达到 2009 年全年的 63%，同期增幅为 32.76%。下半年为景区的旺季，目前预计全年游客人数较 2009 年增幅达 50%。另外，由于景区景气度的持续上升，受益于市场旺盛的消费需求，近几年景区几度提价。由于公司票价提价属于自主行为，不受制于名胜风景区提价审批及听证的管理，景区预计于 2011 年 1 月 1 日将再度提价 20 元/人。如按 2009 年 257.61 万游客，其中 70% 的游客观看演出，提价 20 元将为公司带来 3600 万的营业收入。

图表 6：公司票价提升情况

提价时间	提价幅度
2008 年 3 月	团票提价 20 元/人
2008 年 10 月	散客票提价 60 元/人
2011 年 1 月（计划）	团票散客票分别提价 20 元/人

数据来源：公司公告

从以上游客人数的增长及上涨的票价可以看出，宋城股份的“主题公园+旅游文化演艺”经营模式之所以在我国主题公园中脱颖而出主要受益于以下两点：1）文化演艺节目可为主题公园提供动态的文化体验，既能增强对目标游客的吸引力，高附加值的文化演艺节目又能提高景区整体的毛利率，克服景区传统单一模式的缺陷。2）公司的主打产品《宋城千古情》在区域内具有很强的竞争优势，无论是观众人数还是演出场次都远胜于同类产品。

图表 7：宋城千古情与区域内其它文化演艺节目比较

项 目	宋城千古情	印象西湖	西湖之夜
开始公演时间	1997 年	2007 年	2004 年
观众人数	2009 年	184.14 万人次	约 36 万人次
	2008 年	144.44 万人次	约 23 万人次
演出场次	2009 年	1,331 场	约 365 场
	2008 年	969 场	约 300 场
座位数量	2009 年	约 2,000 个	—
	2008 年	约 2,000 个	约 1,300 个
演出场所	剧场演出	露天演出	剧场演出
表演形式	融合了舞蹈、戏曲、杂技、武术、歌曲、马戏、民俗展示、茶艺表演等众多元素	舞蹈	舞蹈、杂技、武术、戏曲

数据来源：公司公告

未来，景区的客源也将随着景区知名度在全国范围内的提升而不断扩大，我们预计景区未来三年的业绩将随着票价的提升和游客人数的逐年增加而较快增长，

2) 杭州乐园

杭州乐园公司于 2007 年底成立，经过了 2 年的培育期，公司业绩快速增长 2009 年、2010 年中期收入分别增加了 31.77%，59.73%。乐园主要收入为门票收入。

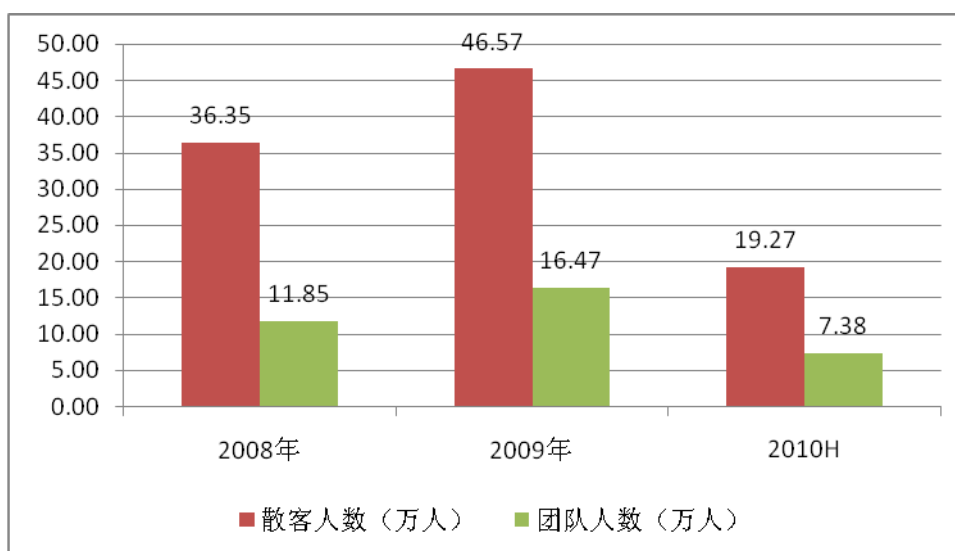
图表 8：杭州乐园 2008-2010 年经营状况

	2008 年	2009 年	2010H
景区客流量（万）	48.20	63.04	26.65
总客流增速		30.79%	27.57%
收入（万元）	4561.61	6010.86	2878.68
收入增速		31.77%	59.73%

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

为扩大客源，公司自 2008 年开始不断引进新的游乐项目并定期对产品进行升级，同时也积极与传媒合作，对游客体验活动进行拍摄以提升乐园的市场景气度。从客源上来看，杭州乐园于宋城景区形成了互补，乐园主要来源于杭州及周边地区散客为主，但无论是散客还是团队客人 2009 年较 2008 年均大幅增长，增长率分别为 28.12%，38.99%。

图表 9：杭州乐园 2008-2010 年游客人数统计



数据来源：公司公告，华泰证券研究所

未来，杭州乐园将通过本次募投资金投资项目的实施，自创并上演大型旅游文化演艺节目《杭州之夜》，复制宋城景区的成功经验，进一步深化推广““主题公园+旅游文化演艺”经营模式。如这一模式在乐园复制成功，对乐园未来业绩的提升将有很大帮助。

三、募投资金运用

此次首次上市募集的资金将用于动漫乐园、杭州乐园和宋城景区三个改扩建项目，合计总投资达 60,060 万元。三项均与 2012 年全部完工，预计完工当年将对公司业绩有所回报。

图表 10：三项募投项目

项目名称	投资总额(万元)	建设周期	建设内容	预计收益	工程进度
杭州动漫乐园改建项目	21760.00	12 个月	(1) 对动漫馆主体建筑进行功能改造和主题氛围包装, 设置海洋娱乐区、森林游乐区和智慧树广场等主题区域。 (2) 建设童话大剧院和立体动漫电影馆, 座位分别为 700 个、400 个; 创作并上演一台大型童话剧《海的女儿》, 以及一台小型童话表演剧《白雪公主》和一台童话木偶戏。 (3) 复制和推广“主题公园+旅游文化演艺”的经营模式, 将杭州动漫乐园打造成以动漫文化为主题、以少年儿童为目标群体的游乐类主题公园。	年收益约 1.1 亿	预计 2011 年 5 月部分完工, 2012 年 3 月全部完工
杭州乐园项目改建	31300.00	18 个月	(1) 新建建筑面积约 8000 平方米的热带雨林游乐中心 (2) 对第一世界大剧院改造, 拥有水陆两用舞台和 3300 个观众席, 推出《杭州之夜》旅游文化节目。 (3) 占地面积 100 亩的生态园修缮整改。 (4) 引进现代化大型高科技游乐设备 (5) 乐园主题氛围包装及景区整改	年收益约 2.8 亿	2012 年完工
宋城景区基础设施及配套改造项目	7000.00	12 个月	(1) 改建金明池。 (2) 增设 2800 平方米的游客服务区。 (3) 改造基础设施。	不单独核算	预计 2011 年 3 月部分完工, 2012 年全部完工

数据来源：公司公告，华泰证券研究所

未来, 除了以上三项募投项目, 公司还将从目前的 2 园 1 节目发展到全国连锁。据公司介绍, 公司已纳入在计划日程内的项目是拟在著名的旅游目的地城市三亚市投资和建设一座以当地历史文化为主题的主题公园, 同时创作并上演一台与该主题公园相契合的大型文化旅游演艺节目, 以“主题公园+旅游文化演艺”经营模式进行异地扩张。预计未来三年公司将扩张到 4 个主题公园及数台大型主题文化演艺节目。

四、 盈利预测

1) 宋城景区

图表 11: 宋城景区 2010-2012 年盈利预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010H	2010E	2011E	2012E
景区客流量(万)	222.66	209.84	257.61	161.87	360.65	396.72	495.90
客流增速		-5.76%	22.76%	32.46%	40.00%	10.00%	25.00%
实际票价(元)	52.66	67.52	72.82	81.43	81.43	101.43	101.43
收入(万元)	11,724.33	14,167.47	18,759.84	13,180.29	29,368.06	40,239.25	50,299.06
收入增速		20.84%	32.41%	51.01%	56.55%	37.02%	25.00%
成本(万元)	2569.54	2047.46	3599.71	1627.44	6479.48	10307.22	15018.10
成本增速		-20.32%	75.81%	37.66%	80.00%	59.07%	45.70%
毛利率	78.08%	85.55%	80.81%	87.65%	77.94%	74.39%	70.14%

数据来源: 华泰证券研究所

2) 杭州乐园

图表 12: 杭州乐园 2010-2012 年盈利预测

	2008 年	2009 年	2010H	2010E	2011E	2012E
景区客流量(万)	48.20	63.04	26.65	80.06	96.07	115.29
客流增速		30.79%	27.57%	27.00%	20.00%	20.00%
实际票价(元)	94.64	95.35	108.02	108.02	108.02	138.02
收入(万元)	4561.61	6010.86	2878.68	8648.01	10377.61	15911.76
收入增速		31.77%	59.73%	43.87%	20.00%	53.33%
成本(万元)	2095.77	2917.06	1267.35	3792.18	5843.48	6718.60
成本增速		39.19%		30.00%	54.09%	14.98%
毛利率	54.06%	51.47%	55.97%	56.15%	43.69%	57.78%

数据来源: 华泰证券研究所

3) 杭州动漫乐园

图表 13: 杭州动漫乐园 2010-2013 年盈利预测

	2009 年	2010E	2011E	2012E	2013E
收入 (万元)	629.98	786.80	-	6930.00	27720.00
成本 (万元)	562.21	409.15	-	5357.00	16607.00
毛利率	10.76%	48.00%	-	22.70%	40.09%

数据来源: 华泰证券研究所

4) 其他

图表 14: 其他业务收入 2010-2012 年盈利预测

		2007 年	2008 年	2009 年	2010H	2010E	2011E	2012E
商铺租赁	收入 (万元)	203.06	351.57	628.03	560.72	1121.44	1457.87	1895.23
	成本 (万元)	24.26	37.02	72.36	45.36	112.14	145.79	189.52
	毛利率	88.05%	89.47%	88.48%	91.91%	90.00%	90.00%	90.00%
动漫馆租赁	收入 (万元)	-	577.74	1181.76	734.80	1469.60	367.40	-
	成本 (万元)	-	490.07	773.85	424.00	734.80	183.70	-
	毛利率	-	15.17%	34.52%	42.30%	50.00%	50.00%	-
其他	收入 (万元)	0.37	112.75	104.08	5.19	10.38	-	-
	成本 (万元)	0.04	10.25	6.09	0.30	0.60	-	-
	毛利率	89.19%	90.91%	94.15%	94.22%	94.22%	-	-
商标使用权许可费	收入 (万元)	-	-	15.00	7.50	15.00	-	-
	成本 (万元)	-	-	0.85	0.43	0.86	-	-
	毛利率	-	-	94.33%	94.27%	94.27%	-	-
其他业务收入	总收入 (万元)	203.43	1042.06	1928.87	1308.21	2616.42	1825.27	1895.23
	总成本 (万元)	24.30	537.34	853.15	470.09	848.40	329.49	189.52
	总体毛利率	88.05%	48.43%	55.77%	64.07%	67.57%	81.95%	90.00%

数据来源：华泰证券研究所

图表 15：公司 2010-2012 年总收入/成本预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
总收入(万元)	12102.35	19771.13	27329.54	41419.28	52442.13	75036.05
收入增长率		63.37%	38.23%	51.55%	26.61%	43.08%
总成本(万元)	2649.33	4680.57	8214.15	11529.22	16480.18	27283.22
成本增长率		76.67%	75.49%	40.36%	42.94%	65.55%
总体毛利率	78.11%	76.33%	69.94%	72.16%	68.57%	63.64%

数据来源：华泰证券研究所

五、估值与投资策略

1) 绝对估值

宋城股份所处的行业为旅游景区子行业，公司的盈利主要来自于景区门票、演艺收入。预计公司未来各项收入的毛利率基本稳定，业绩增长也将保持稳定。因此我们认为可以采用自由现金流折现的方法对公司进行绝对估值。

依据一定的假设，计算得出加权平均资本成本（WACC）为 6.65%，DCF 估值结果为 48.59 元/股。

图表 16：公司价值与可持续增长率、WACC 的敏感性分析

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
4.65%	52.46	66.14	90.16	143.39	361.61
5.65%	41.98	50.48	63.65	86.77	138.01
6.65%	34.68	40.40	48.59	61.27	83.54
7.65%	29.31	33.38	38.89	46.78	59.00
8.65%	25.20	28.22	32.14	37.46	45.06

数据来源：华泰证券研究所

2) 相对估值

我们选取了旅游行业中 7 家具有可比性的景区及主题公园类的上市公司，同时也选取了创业板中 2 家文化演艺类上市公司作为宋城股份估值的参考。2011 年这 9 家公司的平均市盈率为 43.20 倍，对应 2011 年宋城股份每股收益 1.32 元，得出每股股价 57.02 元。

图表 17: 可比上市公司估值

	26/11/2010 股价	2009 年 EPS	2010 年 EPS(E)	2009 年 PE	2010 年 PE(E)	2011 年 PE(E)
景区类主要上市公司						
黄山旅游	18.83	0.34	0.51	55.53	36.94	31.68
峨眉山 A	19.36	0.36	0.50	54.29	39.40	32.05
桂林旅游	13.69	0.19	0.23	71.68	59.94	35.91
丽江旅游	34.21	0.39	0.18	88.79	193.50	59.07
三特索道	20.32	0.19	0.27	109.72	76.51	57.30
平均				76.00	81.26	43.20

数据来源: Wind, 华泰证券研究所

3) 投资策略

综合来看, 目前公司业务发展较快。从 2010 年中期数据来预测, 宋城景区及杭州乐园全年收入的大幅增长趋势基本已锁定, 涨幅预计分别将超过 50%, 40%, 以此我们判断公司在杭州区域内的业务处于上升通道, 且市场占有率远高于同类景区。因此, 我们对公司在区域内发展持乐观态度。未来, 公司业绩的大幅提升主要依靠其外延式的扩张, 我们将关注公司在三亚主题公园的运营情况, 其特殊的经营模式是否能在全国范围内复制将是公司持续发展的关键。综合考虑绝对估值与相对估值, 我们认为公司合理价格区间在 48.59-57.02 元之间。

风险提示:

- 1、自然灾害及重大疫情对景区的影响较大, 进而直接影响公司的营业收入。
- 2、公司未来在全国范围内的扩张有可能受到一定程度的阻力, 其特殊的文化演艺加旅游景区经营模式的复制是否被当地游客接受存在一定风险。

附表 1：公司财务报表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	95	2451	2664	2998	营业收入	273	414	524	750
现金	87	2414	2629	2939	营业成本	82	115	165	273
应收账款	2	2	3	4	营业税金及附加	10	15	19	23
其他应收款	3	6	7	10	营业费用	22	37	42	38
预付账款	3	28	23	43	管理费用	27	41	52	74
存货	0	1	1	2	财务费用	17	-18	-48	-53
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-0	-0	-0
非流动资产	615	749	874	987	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	1	1
固定资产	353	418	472	515	营业利润	117	225	296	397
无形资产	257	320	394	472	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	5	10	9	0	营业外支出	3	2	2	2
资产总计	710	3200	3538	3985	利润总额	117	225	296	398
流动负债	82	101	124	163	所得税	29	53	69	93
短期借款	0	0	0	0	净利润	88	173	227	305
应付账款	20	46	68	103	少数股东损益	1	2	5	5
其他流动负债	62	55	57	60	归属母公司净利润	87	170	222	299
非流动负债	362	434	521	626	EBITDA	174	250	302	409
长期借款	362	434	521	626	EPS (元)	0.69	1.01	1.32	1.78
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	444	536	646	788	主要财务比率				
少数股东权益	0	2	8	13	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	126	168	168	168	成长能力				
资本公积	24	2208	2208	2208	营业收入	38.2%	51.6%	26.6%	43.1%
留存收益	116	286	508	807	营业利润	28.8%	93.0%	31.5%	34.3%
归属母公司股东权益	266	2662	2884	3183	归属于母公司净利润	35.6%	95.6%	30.3%	35.0%
负债和股东权益	710	3200	3538	3985	获利能力				
					毛利率 (%)	69.9%	72.2%	68.6%	63.6%
现金流量表					净利率 (%)	31.8%	41.1%	42.3%	39.9%
					ROE (%)	32.7%	6.4%	7.7%	9.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC (%)	17.4%	22.7%	23.8%	29.1%
经营活动现金流	151	196	258	336	偿债能力				
净利润	88	173	227	305	资产负债率 (%)	62.5%	16.7%	18.3%	19.8%
折旧摊销	40	44	54	64	净负债比率 (%)	90.08%	84.67%	84.16%	82.35%
财务费用	17	-18	-48	-53	流动比率	1.15	24.25	21.41	18.40
投资损失	-1	-0	-1	-1	速动比率	1.15	24.24	21.40	18.39
营运资金变动	3	7	25	12					
其他经营现金	2	-8	0	8	营运能力				
投资活动现金流	-302	-169	-180	-185	总资产周转率	0.47	0.21	0.16	0.20
资本支出	286	102	102	102	应收账款周转率	192	203	188	198
长期投资	-16	0	0	0	应付账款周转率	2.89	3.51	2.90	3.19
其他投资现金	-32	-66	-77	-83	每股指标 (元)				

流									
筹资活动现金流	199	2300	137	158	每股收益(最新摊薄)	0.52	1.01	1.32	1.78
短期借款	-200	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	1.16	1.54	2.00
长期借款	362	72	87	104	每股净资产(最新摊薄)	1.58	15.85	17.17	18.95
普通股增加	66	42	0	0	估值比率				
资本公积增加	24	2184	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
流	-53	1	50	54	EV/EBITDA	2	1	1	1
现金净增加额	47	2327	216	309					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。