

旅游行业

西安世园会将进一步提升当地旅游、餐饮和零售业的增长

研究结论

- **西安近年旅游、餐饮和零售业增长迅速。**国内游人数 2005 年至 2009 年复合年增长率为 13.27%，餐饮零售额复合年均增长率为 19.46%，社会消费品零售总额复合年均增长率为 19.98%。西安近年旅游、零售和餐饮业的高速增长主要得益于西部大开发政策支持下经济的快速发展；省内交通运输能力的大幅提升和当地旅游部门对行业进行的严格的监督管理。
- **世园会的召开将进一步提升西安旅游、餐饮和零售业的增速。**通过对 1999 年至今中国承办的三届大型博览会的经验研究，世园会的召开将极大的带动西安的旅游、餐饮和零售业，预计对当年旅游餐饮零售的提升达 2-5 个百分点。我们预计 2011 年西安国内游人数将较 2010 年增长 25% 以上；餐饮零售总额预计同比增长 22%-25%，其中，大型餐饮企业的增速有望超过 45%；而消费品零售总额预计较 2010 年同比增长 22%-23%。
- **西安饮食：西北地区餐饮龙头+直接受益世园会。**借鉴沈阳的经验，我们以保守、中性和乐观三种情况预计世园会对公司餐饮收入的正面影响，计算得出公司 2011 年净利润增速的幅度预计在 192%-656%，世园会的召开对公司业绩提升的弹性很大。
- **ST 长信：借壳上市+受益世园会+优质景区资源持续注入预期。**此次曲江文旅拟借壳 ST 长信实现上市，重组后的 ST 长信拥有大雁塔、城墙、大唐芙蓉园等西安市几乎所有重要景区的管理或者运营业务，预期公司将受益于世园会召开对西安旅游业的带动。中长期，公司经营状况改善将激发业绩增长动力。从资产、当前盈利等角度作比较，我们认为公司此次成功借壳上市后的总市值应不低于桂林旅游，后者当前近 50 亿的总市值。
- **西安民生和开元控股均是西安地区商业龙头企业，我们预计也将会受益于本次世园会：**前者近年外延式扩张较为迅速，在西安核心商圈及次新商圈均有布点，公司定位于海航集团的商业资产整合平台。后者在西安核心商圈精耕细作，近年开始外延式扩张，主要次新项目均会在明后年逐步培育成熟，有望推动公司业绩稳步增长。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨春燕

旅游行业资深分析师

8621-63325888 × 6080

yangy@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010015

郭洋

连锁商业行业高级分析师

8621-63325888 × 6073

guoyang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860209120214

糜韩杰

旅游、纺织行业助理分析师

8621-63325888 × 6119

mihanjie@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860110050019

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

旅游

报告日期

2010 年 12 月 03 日

股价表现



评价周期

1 个月

3 个月

近一年

绝对表现 (%)

5.48

35.19

24.13

相对表现 (%)

11.62

33.97

29.68

资料来源：WIND

重点公司相关数据

	EPS08A	EPS09A	总股本 (百万)	股价
西安饮食	0.07	0.24	199.53	12.6
ST 长信	0.03	-1.03	87.33	15.88
西安旅游	0.05	-0.01	196.75	10.73
西安民生	0.21	0.18	304.31	8.8
开元控股	0.40	0.25	713.42	6.69

资料来源：公司数据

相关研究报告

《高铁助推区域消费发展》

2010 年 6 月 7 日

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

一、西安旅游、餐饮和零售业现状：05-09 收入年均增幅近 20%.....	4
1、旅游、餐饮和零售业增速超过全国平均水平	4
2、受益政策、经济、交通和环境四大关键因素	6
二、西安旅游、餐饮和零售业将继续保持高速增长.....	8
1、关中-天水经济区发展规划利好西安未来十年发展	8
2、交通建设大发展提供坚实保障	8
3、政策支持下旅游行业发展前景广阔	9
4、我们的观点	9
二、世园会的召开将使西安旅游、餐饮和零售业迎来爆发式增长	10
1、西安世园会简介	10
2、中国近年三大世界级博览会经验研究	11
3、世园会对西安旅游、餐饮和零售业影响预测	13
三、相关受益上市公司	14
1、西安饮食	14
2、ST 长信	16
3、西安旅游	20
4、西安民生	21
5、开元控股	24

图表目录

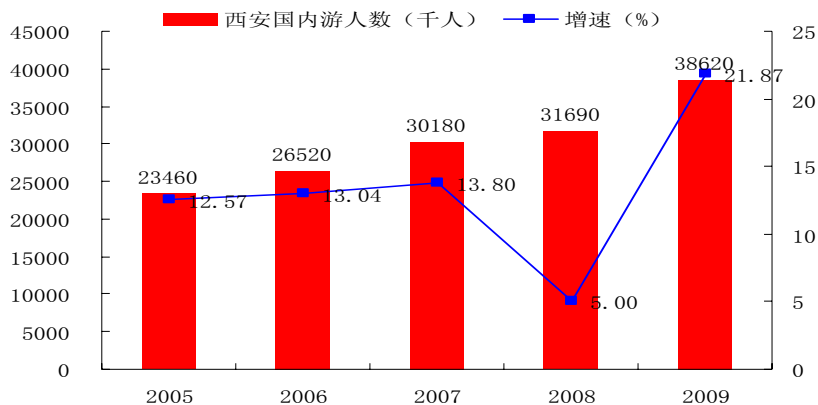
图 1 西安国内游人数近年增长情况	4
图 2 西安餐饮零售额近年增长情况	4
图 3 西安社会消费品零售总额近年增长情况	5
图 4 西安社会消费品零售总额近三年复合增长率在西部主要城市中排名第一	5
图 5 西安社会消费品零售总额近年增长情况	6
图 6 西安人均 GDP 近年增长情况	6
图 7 西安国内游收入增速 2008 年开始超过全国旅游增收入增速	8
图 8 陕西省高速公路网规划	9
图 9 西安世园会会徽和吉祥物“长安花”	11
图 10 昆明园博会召开对当地零售业有较为明显的正面作用	12
图 11 沈阳园博会召开对当地零售业有一定正面作用	13
图 12 曲江文旅近年经营情况	17
图 13 宋城景区收益上海世博会召开游客人数大幅增长	19
图 14 西安民生近年业绩稳步增长	22
图 15 西安民生近年净利润情况	23
图 16 大股东海航商业旗下商业资产有注入预期	23
表 1 昆明、沈阳和西安三届园艺博览会对比	11
表 2 沈阳限额以上餐饮企业餐费收入情况	13
表 3 西安饮食分公司和总部近年经营情况	14
表 4 2011 年西安饮食获益西安世园会盈利预测	15
表 5 拟购买的股权类资产情况	17
表 6 拟购买的其他资产情况	18
表 7 曲江文投下属子公司和参控股企业	20
表 8 西安旅游下属企业	20
表 9 西安旅游集团下属企业	21
表 10 西安民生门店列表	22
表 11 开元控股门店列表	24

一、西安旅游、餐饮和零售业现状：05-09 收入年均增幅近 20%

1、旅游、餐饮和零售业增速超过全国平均水平

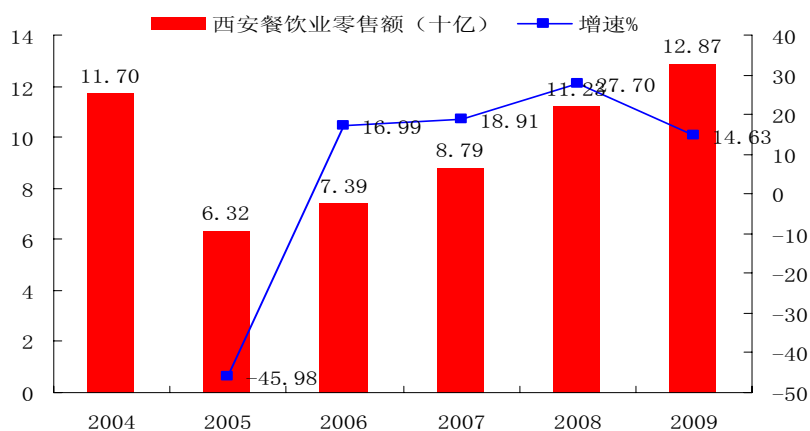
西安近年旅游、餐饮和零售业全面快速发展，05-09 年超过同期国内平均 1-2 个百分点。国内游人数从 2005 年的 2346 万人次增长至 2009 年的 3862 万人次，复合年均增长率达到 13.27%，高于同期全国国内游人数年均增长率 11.92%，餐饮零售总额从 2005 年的 63.2 亿元增长至 2009 年的 128.7 亿元，复合年均增长率 19.46%，略高于同期全国 19.29% 的平均增速；社会消费品零售总额从 2005 年的 666.5 亿元增长至 2009 年的 1381.1 亿元，复合年均增长率为 19.98%，高于全国消费品零售总额增速 18.03%。

图 1 西安国内游人数近年增长情况

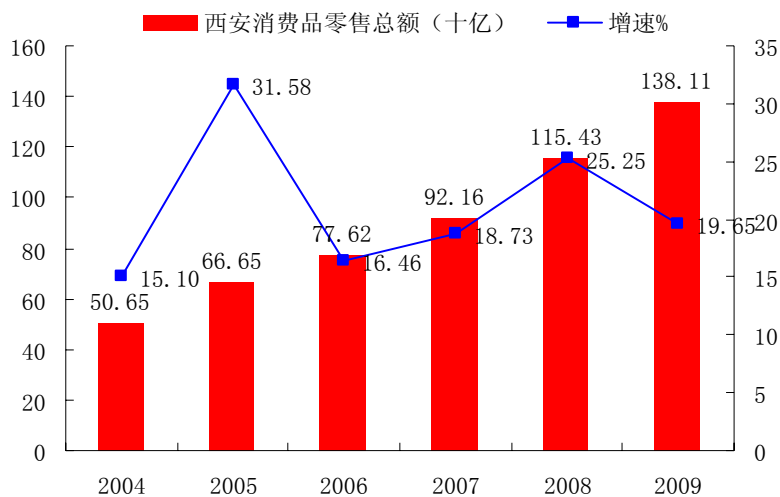


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

图 2 西安餐饮零售额近年增长情况

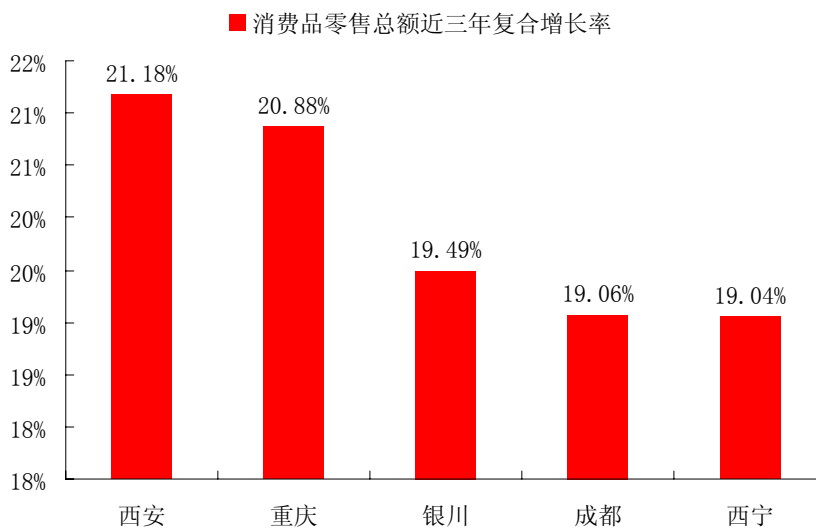


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

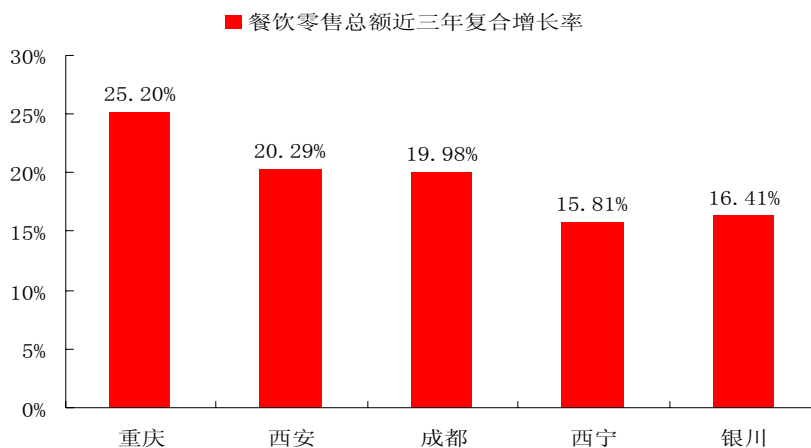
图 3 西安社会消费品零售总额近年增长情况


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

特别是近三年，西安相关行业增速进一步加快，与西部其他主要城市相比，西安的增速名列前茅，以有统计数据的消费品零售总额和餐饮零售总额为例，西安消费品零售总额近三年复合增长率为 21.18%，高于重庆、成都等西部主要城市，餐饮零售总额方面，西安近三年的复合增长率为 20.29%，仅次于重庆。

图 4 西安社会消费品零售总额近三年复合增长率在西部主要城市中排名第一


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

图 5 西安社会消费品零售总额近年增长情况


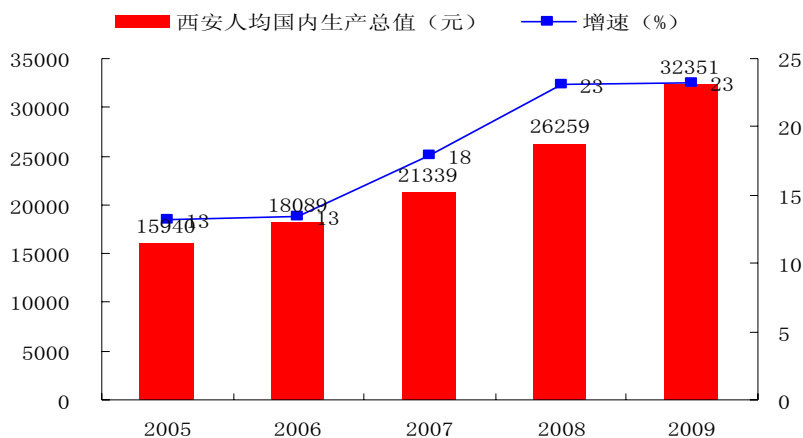
资料来源：国家统计局，东方证券研究所

我们认为，近年西安旅游、零售和餐饮业的快速增长主要得益于：当地经济的快速发展；西部大开发等政策的支持；省内交通运输能力的大幅提升和当地旅游部门对行业进行的严格的监督管理等。

2、受益政策、经济、交通和环境四大关键因素

1 西安经济快速发展

作为西部大开发桥头堡的西安经济增长尤为强劲，据西安统计局统计，西安人均 GDP 从 2005 年的 15940 元增长至 2009 年的 32351 元，复合年均增长率达到 19.36%，高于同期全国 15.87% 的人均国内生产总值复合增长率。经济的增长带动了当地居民收入水平的提高，进而促进了以旅游、零售、和餐饮为主的消费需求。

图 6 西安人均 GDP 近年增长情况


资料来源：国家统计局，东方证券研究所

2 西部大开发等政策支持

随着 1999 年开始实施的西部大开发战略在西北大省陕西的进一步深化，陕西的基础设施建设和生态环境保护取得重大突破，产业结构不断调整优化，区域协调发展新格局初步形成，人民生活水平显著提高。在基础设施建设方面，陕西省固定资产投资十年累计完成 25033.24 亿元，是西部大开发之前 50 年总和的 6.3 倍。生态环境建设和保护成效显著，十年累计完成造林 6877.62 万亩，其中退耕还林 3509.5 万亩，成为全国退耕还林面积最大的省份之一。

3 省内交通运输能力的大幅提升

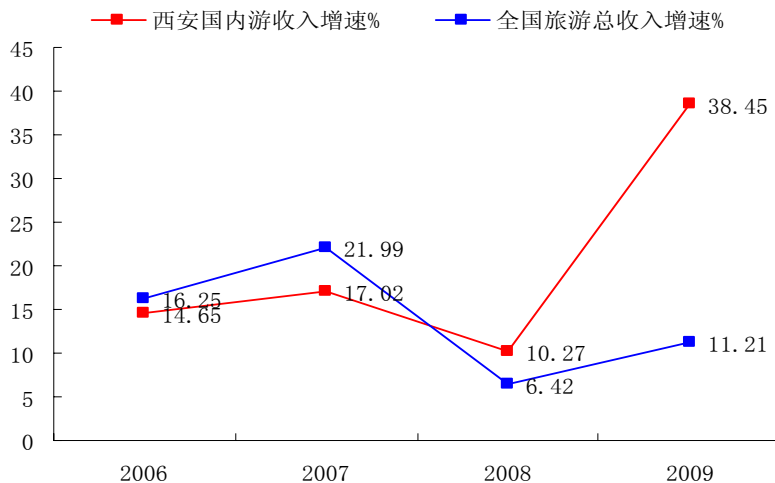
陕西十一五期间对省内高速公路网的建设极大的提高了陕西的交通运输能力，助推了陕西省整体的经济发展，同时省会西安的通达性大大提高，极大的促进了当地旅游业，包括和旅游业密切相关的餐饮和零售业的发展。2007 年贯通 3 条国道主干线，2009 年建成 3 条西部大通道，“米”字型高速公路主骨架形成。2010 年，通车里程突破 3100 公里，处于全国领先水平。

同时，2010 年 2 月郑西高铁的开通大大缩短了郑州到西安的行程距离，方便了两地居民的短途出游，极大地促进了旅游市场的繁荣，据郑西高铁开通后首个十一长假黄金周的统计，10 月 1 日至 10 月 7 日，铁路发送旅客 76.6 万人次，同比增长 37.3%。

4 当地旅游市场环境进一步规范

2008 年西安旅游部门除了积极完善当地的旅游服务功能，强化旅游宣传促销外，对旅游市场进行了强有力的监管，切实维护了当地旅游市场的秩序和旅游安全。比如，开展了《西安市旅游条例》落实情况的执法检查；先后联合公安、工商、交通、综合执法、质量技术监督等 8 个部门进行了 4 次专题整顿，重点打击“黑社”、“黑导”、“野导”和“零负团费”等严重扰乱旅游市场秩序的行为；首次开展了旅游餐饮购物和休闲娱乐单位等级评定和推荐服务工作；强化安全责任落实，与旅游企业层层签订旅游安全责任书，特别是突出了小假日、黄金周等重点时段和旅游行车安全等重点内容的检查。

据西安旅游局统计，西安国内游收入增速 2007 之前的连续低于全国旅游总收入增速，但 2008 年开始连续两年超过全国旅游总收入增速，可见西安旅游市场环境的改善对吸引旅游的效果是十分显著的。因为随着人民生活水平的提高，对旅游品质的要求也越来越注重，有关部门通过对旅游行业的规范整治，行业环境大幅改善，无疑能够极大的促进了当地旅游的发展。

图 7 西安国内游收入增速 2008 年开始超过全国旅游增收收入增速


资料来源：国家旅游局，东方证券研究所

二、西安旅游、餐饮和零售业将继续保持高速增长

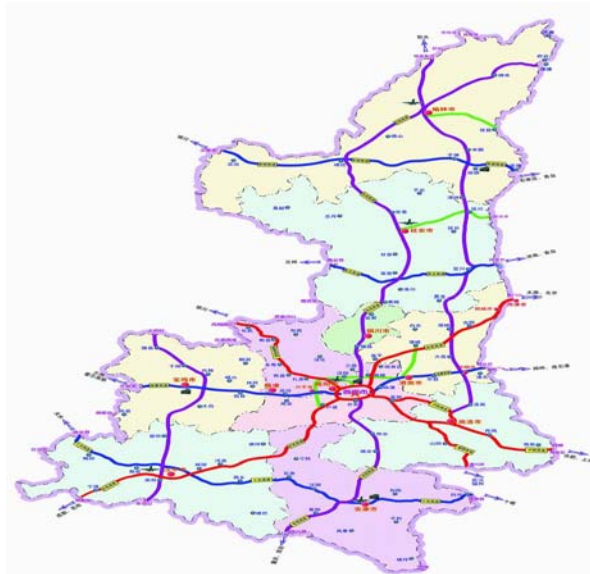
1、关中-天水经济区发展规划利好西安未来十年发展

2009 年国务院批准了《关中-天水经济区发展规划》，推动西北地区经济振兴，深入持续推进西部大开发。关中-天水经济区规划范围包括陕西省西安市、咸阳市、铜川市、渭南市、宝鸡市、商洛部分县（商州、洛南、丹凤、柞水）、杨凌农业高新技术产业示范区和甘肃省天水市所辖行政区域，地理位置处于承东启西、联接南北的战略要地，是我国西部地区经济基础好、自然条件优越、人文历史深厚、发展潜力较大的地区。

规划在空间布局上，将构筑以西安大都市为经济区核心的框架体系。根据规划设定的目标，到 2020 年，经济区的经济总量占西北地区比重将超过三分之一，人均地区生产总值翻两番以上。我们认为随着规划在未来的逐步落实，陕西整体经济在未来十年将延续高速增长，人均地区生产总值增速预计在 15% 左右，而西安作为规划中的经济区核心，随着相关配套措施的落实，比如基础设施建设、产业发展等，经济活力将极大的提升，特别是和经济密切相关的当地的消费行业，包括旅游、零售和餐饮业将直接获益。

2、交通建设大发展提供坚实保障

1) 公路方面。根据《陕西省高速公路网规划》，“十二五”期间，陕西将重点建设国家高速公路及部分省级高速公路。到 2015 年，高速公路通车里程达到 4100 公里，其中，2012 年陕西省境内国家高速公路基本建成。2015 年以后，继续建设省级高速公路，最终陕西全省将形成“三纵四横五辐射”的高速公路网，总里程达到 5000 公里。

图 8 陕西省高速公路网规划

资料来源：陕西交通局，东方证券研究所

2) 高铁方面。“四横四纵”快速客运网徐（州）兰（州）客运专线部分西安至宝鸡客运专线将在 2012 年 12 月 15 日竣工开通。其对提升西安铁路枢纽地位，增强中西部地区铁路运输能力和路网机动性，推动关中-天水经济区和川陕渝经济区快速发展，将产生非常重要的促进作用。据悉，西宝客运专线动车组列车最高时速将突破 350 公里，西安到宝鸡的旅行时间将缩短到 40 分钟以内。

3) 机场方面。根据陕西晚报的报道，为了促进区域经济和旅游发展，改善边远地区交通状况，西部机场集团将加快陕西省内机场的新建和改建，预计到 2020 年使陕西省内机场总数达到 8 个，具体规划包括在陕西省内完成汉中机场迁建工程、安康机场新建工程、延安机场新建工程，提升榆林机场等级，在宝鸡凤翔新建一个机场，在定边、府谷规划新建一个机场。

3、政策支持下旅游行业发展前景广阔

2009 年 12 月 5 日，国务院公布了《国务院关于加快发展旅游业的意见》，并制定了旅游业的未来发展目标，“至 2015 年，国内旅游人数达到 33 亿人次，年均增长 10%；入境过夜游客人数达 9000 万人次，年均增长 8%；城乡居民年均出游超过 2 次，旅游消费相当于居民消费总量的 10%；旅游业总收入年均增长 12%以上，旅游业增加值占全国 GDP 的比重提高到 4.5%，占服务业增加值的比重达到 12%”。鉴于西安是我国知名的旅游城市，拥有诸如兵马俑、陕西博物馆、华清池等国家著名景区，因此随着未来全国国内游和入境游的快速增长将直接得益，同时旅游行业的发展带来的大量客流也将带动当地的餐饮和零售业的高速增长。

4、我们的观点

《关中-天水经济区发展规划》在未来逐步落实，作为规划的经济核心西安经济将迎来大发展，未来十年年均人均 GDP 增速有望保持 15%以上。随着“三纵四横五辐射”的高速公路网在 2015 年的建成，西安至宝鸡客运专线在 2012 年 12 月 15 日的竣工开通，陕西省内机场数在 2020 年达到 8 个，一系列交通设施的建设完工将极大的改善陕西省的交通状况。国内旅游业在政策的支持下面

临大发展，国内游和入境游将实现快速增长，我们认为，在经济稳定快速增长、交通运输高效便捷和国内旅游业大发展的背景下，西安的旅游、餐饮和零售未来将继续保持高速增长，而即将召开的世园会则有望使西安 2011 年的旅游、餐饮和零售业实现超预期的爆发式增长。

二、世园会的召开将使西安旅游、餐饮和零售业迎来爆发式增长

1、西安世园会简介

2011 年 4 月 28 日至 10 月 22 日，为期 178 天的西安世园会将在西安浐灞生态区隆重举行，预计参观人数将达 1200 万人次。世园会以“天人长安·创意自然——城市与自然和谐共生”为主题。“天”指自然，“人”指城市，“长安”是千年古都西安的历史名称，也是国家繁荣与安泰的象征。“天人长安”意味着城市自然和谐共生；“创意自然”是在尊重自然和不破坏自然的前提下，利用自然、修复自然，使自然为人类服务。世园会的理念为“绿色引领时尚”，倡导“简单而不奢侈，低碳告别高耗，回归自然，不事雕饰，绿色生活成为追求的时尚”。其主要通过以下形式来诠释它的主题理念，展示它的特色和风情。

首先，合理的园区布局。2011 西安世园会园区总面积 418 公顷（6270 亩），其中水域面积 188 公顷（2820 亩），总体结构为“两环、两轴、五组团”。其中，“两环”分为主环和次环。主环为核心展区，主要分布有室外展园和园艺景点；次环为扩展区，布置世园村、管理中心等服务配套设施。“两轴”是指园区内的两条景观轴线，南北为主轴，东西为次轴。“五组团”分别为长安园、创意园、五洲园、科技园和体验园。四大标志性建筑有长安塔、创意馆、自然馆和广运门；五大主题园艺景点分别是长安花谷、五彩终南、丝路花雨、海外大观和灞上彩虹；三大特色服务区分别是灞上人家、椰风水岸和欧陆风情。其中展园总数为 100 个，其中国内展园 33 个，国际展园 30 个，专类园 22 个，企业园 15 个。届时，应邀参展的国内外城市及机构将达到 100 多个。

其次，中西文化的和谐统一。2011 西安世界园艺博览会在总体策划上以园林园艺的起源与发展为主线，充分挖掘和利用陕西和西安的历史文化优势，中国传统文化与现代时尚元素相辉映，观赏价值与体验参与性相统一。彰显“花、绿、水”的魅力，尤其突出“水”的特色。

最后，生态节能环保理念和科技实践的展示。展会与园区可持续利用相结合，展示了未来园艺、节能减排、环保等方面的新科技，具有榜样的示范作用。

图 9 西安世园会会徽和吉祥物“长安花”


资料来源：世园会网站，东方证券研究所

我们认为西安世界园艺博览会将是一届跨越经济、文化、科技等领域的多元化、综合性、世界级的博览盛会。作为建国以来在西北地区举办的规模最大、规格最高的世界性展会，西安世园会是宣传生态文明，提升国家形象的重大机遇，也是陕西、西安落实“关中—天水经济区”发展规划，建设国际化大都市的重要突破口。

2、中国近年三大世界级博览会经验研究

在西安世园会召开前，中国已分别于 1999 年和 2006 年在昆明和沈阳分别举办过类似的园艺博览会，2010 年更是在上海举办了世界博览会，因此可以通过研究这三个国际大型展会的举办对当地旅游、餐饮和零售业的带动情况来作为我们研判或者预测西安世园会召开后对西安当地相关受益行业的影响。

表 1 昆明、沈阳和西安三届园艺博览会对比

分类	昆明世界园艺博览会	沈阳世界园艺博览会	西安世界园艺博览会
级别	A1	A2+B1	A2+B1
时间	1999 年 5 月 1 日至 10 月 31 日	2006 年 5 月 1 日至 10 月 31 日	2011 年 4 月 28 日至 10 月 22 日
地点	昆明市北部金殿	沈阳棋盘山国际风景旅游开发区	西安浐灞生态区
主题	人与自然——迈向 21 世纪	我们与自然和谐共生	天人长安 创意自然
参观人数	940 多万人次	1260 万多人次	预计参观游客 1200 万人次
园区总面积	218 公顷	246 公顷	418 公顷

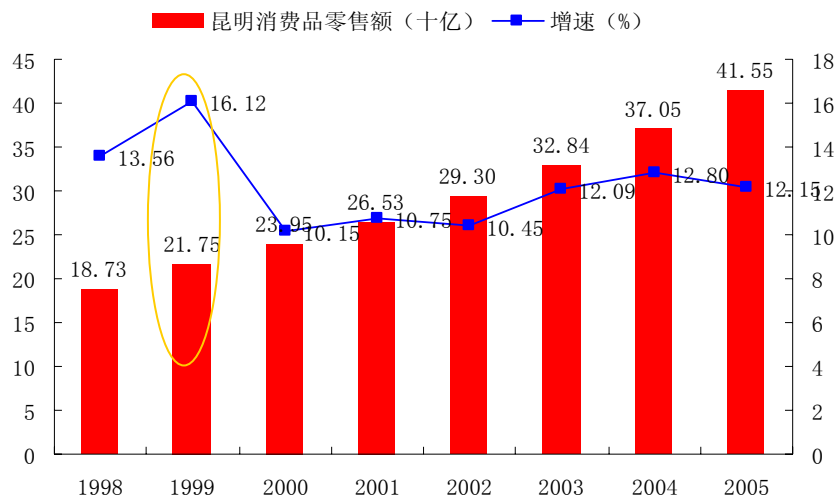
资料来源：昆明、沈阳和西安园艺博览会网站 东方证券研究所

1 昆明园博会

1999 年世界园艺博览会在云南昆明召开，占地面积 218 公顷，参观人次达到 940 多万，根据昆明统计局的统计，1999 年昆明消费品零售总额为 217.5 亿元，同比增速为 16.12%，较 1998 年增加

2.56 个百分点，且明显高于园博会召开前后年均 13.08% 的增速，园博会的召开对昆明当地的零售业有较为明显的正向作用。

图 10 昆明园博会召开对当地零售业有较为明显的正向作用



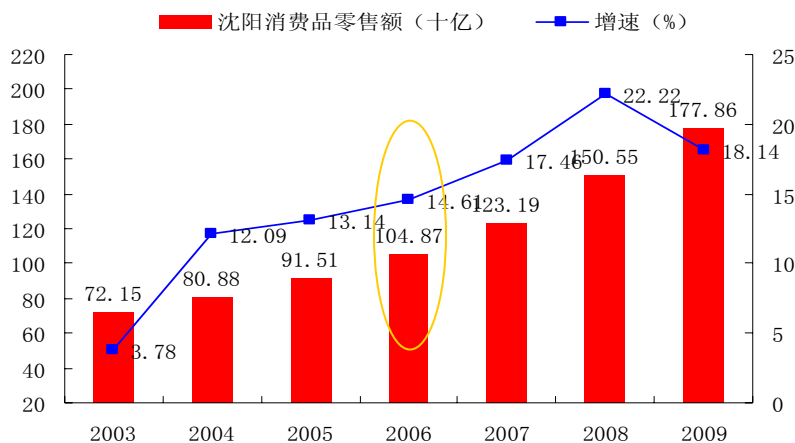
资料来源：云南统计局，东方证券研究所

2 沈阳世园会

沈阳于 2006 年召开世界园艺博览会，当界世园会占地面积 246 公顷，参观人次 1260 多万人次，据沈阳统计局统计，2006 年沈阳国内旅游人数为 4513 万人，同比增长 28.94%，较 2005 年增加 4.74 个百分点，2006 年沈阳消费品零售总额为 1048.7 亿元，增速为 14.61%，较 2005 年增加 1.47 个百分点，世园会对沈阳当年的零售业有一定正面作用，

值得一提的是，沈阳 2006 年餐饮零售总额为 128.3 亿元，仅较上年增长 5.82%，但 2006 年沈阳限额以上餐饮企业餐费收入为 30.45 亿，同比增长达到 53.67%，增速较 2003 年至 2007 年复合年均增长率 12.79% 大幅提高 40 个百分点，特别是其中正餐增速达到 86.77%，较同期年均增长率 16.78%，大幅提高近 70 个百分点，显示沈阳世园会对当地大型餐饮企业的拉动作用明显，我们认为这符合一般游客的习惯，即通常在旅游地会选择当地比较好的餐馆用餐，品味一下当地的特色风味。

图 11 沈阳园博会召开对当地零售业有一定正面作用



资料来源：沈阳统计局，东方证券研究所

表 2 沈阳限额以上餐饮企业餐费收入情况

万元	2003	2004	2005	2006	2007	2008
餐饮业餐费收入	218481	239066	198181	304546	398853	375051
其中：正餐	109915	120105	80719	150758	204412	134230
快餐	116656	117291	116610	153301	193893	239358
其他	1787	1670	852	488	543	1463
餐饮业增速%		9.42	-17.10	53.67	30.97	-5.97
其中：正餐增速%		9.27	-32.79	86.77	35.59	-34.33
快餐增速%		0.54	-0.58	31.46	26.48	23.45

资料来源：沈阳统计局 东方证券研究所

3 上海世博会

明显区别于园艺博览会，规模更大的上海世博会，于 2010 年 5 月召开，参观人次超过 7308 万人，在世博会效应的带动下，上海商业销售持续升温，据上海市统计局数据，1-10 月上海实现社会消费品零售总额 5001.99 亿元，同比增长 17.8%，增速比去年同期提高 3.8 个百分点，餐饮业零售总额 567.76 亿元，同比增长 17.9%，增速提高 3.4 个百分点。

3、世园会对西安旅游、餐饮和零售业影响预测

通过对历史上中国举办过的三次大型的世界级博览会对当地旅游、餐饮和零售业的影响我们可以看到，全部都有正面效应，而这也符合一般常识，即游客人数的增加会带动当地的零售和餐饮业，从具体的增量上看，由于西安世园会和昆明园博会、沈阳世园会几乎是相同类型的，因此这两地的情况更具有参考价值，借鉴昆明和沈阳两地的情况，我们对西安 2011 年旅游、餐饮和零售业作如下预测：

对于西安的游客人数，根据西安世园会官方网站的预计，参观人数为 1200 万人，考虑到西安作为知名的旅游城市，且交通设施近年大幅改善，因此我们认为世园会的召开对西安国内游人数的正面影响将超过沈阳，增速有望提高 5% 左右，我们预计 2010 年西安国内游人数为 4630 万人，近年平均增速为 20%，那么 2011 年西安国内游人数增速将达到 25%，预计为 5788 万人。

对于西安餐饮零售总额，考虑到西安是西北著名的美食之都，拥有各色风味小吃和丰富的饮食文化，因此我们预计世园会的召开将提高西安餐饮零售总额在 2-5 个百分点左右，基于近年西安餐饮零售额年均增速为 19.46%，我们预计 2011 年西安餐饮零售额较 2010 年同比增长 22%-25%。另外，考虑到沈阳世园会召开对当地大型餐饮企业收入有十分明显的拉动作用，因此我们预计西安当地的大型餐饮企业将极大的受益世园会的召开，餐饮收入同比增速有望达到 45% 以上。

对于西安消费品零售总额，我们预计受益世园会召开带来的游客人数增加，西安消费品零售总额的增速将提高 2-3 个百分点，基于近年西安消费品零售总额年均增速为 19.98%，2011 年西安消费品零售总额预计较 2010 年同比增长 22%-23%。

三、相关受益上市公司

1、西安饮食

1) 西北地区最大的餐饮企业，拥有多家老字号名店

西安饮食为西北地区最大的餐饮企业，囊括了西安绝大部分地方特色餐饮，从正餐到小吃，拥有多个中华老字号。公司现有资产总额 7.35 亿元，员工总数约 5369 人。主要品牌有西安饭庄、老孙家饭庄、西安烤鸭店、五一饭店、德发长饺子馆、同盛祥饭庄、东亚饭店、清雅斋饭庄、联合食品分公司、永宁宫大酒店、桃李村饭店、解放路饺子馆等，拥有 15 家分公司，10 家子公司，近 40 家经营网点，其地理位置均处西安市黄金繁华地段，且多为百年历史的老店、老店、名店、特色店和“中华老字号”。

表 3 西安饮食分公司和总部近年经营情况

分公司	控股比例	2007		2008		2009	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
西安饭庄	100%	7074.4	1449.58	9453.15	1448.12	11503.05	1438.67
老孙家饭庄	100%	6173.33	518.26	6506.68	561.52	6851.8	56.57
五一饭店	100%	2777.56	372.61	2971.6	424.88	2628.66	152.19
西安烤鸭店	100%	2740.06	360.47	2700.02	370.43	2912.45	378.29
德发长酒店	100%	4249.62	365.93	4485.3	402.56	4783.65	389.31
东亚饭店	100%	1976.83	341.3	2219	446.35	2110.77	290.21
同盛祥饭庄	100%	2564.78	263.86	2993.63	306.58	3847.94	477.21
解放路饺子店	100%	75.92	0	111.76		168.03	0
鲜达饮品公司	100%	56	-96.99	56	-82.54	56	-372.83
永宁宫大酒店	100%	1454.82	-135.03	1329.42	-424.19	1352.94	-370
桃李村饭店	100%	261.72	72.89	308.95	65.05	182.6	-9.41

西京国际饭店	100%	3013.95	-246.93	3165.55	-249.89	1193.05	-75.85
清雅斋饭庄	100%	76.75	0.33	152.16	1.7	134.16	-10.21
老孙家筹建处	100%		-1156.63		-840.59		
公司总部		171.22	186.09	212	-710.96	148.1	2559.2

资料来源： 公司年报；东方证券研究所整理

2) 显著受益于 2011 年西安世园会的召开

根据 2006 年沈阳世园会的经验，沈阳当地的大型餐饮企业 2006 年餐费收入明显大幅提升，较同期年均复合增长率提高 40 个百分点，其中正餐更是大幅提高 70 个百分点，我们认为，参观西安世园会的游客通常会选择当地比较有特色的餐馆用餐，品尝一下西安的特色风味，而公司几乎囊括了西安所有富有当地特色的餐馆，因此公司将显著受益于世园会的召开。

我们预计公司 2010 年公司餐饮收入为 385.42 百万元；客房收入为 43.80 百万元；商品收入为 71.48 百万元；其他收入为 63.99 百万元。2010 年净利润为 15.59 百万元。借鉴沈阳的经验，我们以保守、中性和乐观三种情况预计西安世园会对公司餐饮收入的正面影响分别为 20%、40%和 70%，考虑到公司近三年餐饮收入复合增长率为 5%左右，那么预计公司 2011 年餐饮收入保守增速为 25%，中性增速为 45%，乐观增速为 75%。

其他关键假设如下：

- 1) 2011 年公司客房收入、商品收入和其他收入受世园会影响同比增长 10%。
- 2) 2011 年公司综合毛利率为 60%；营业税金及附加比率 5%。
- 3) 鉴于管理费用和财务费用不直接受餐饮收入的影响，因此假设和 2010 年保持不变，而销售费用则随餐饮收入的增长保持稳定增长，由此预计三种情况下期间费用率分别为 45%、40%和 35%。
- 4) 公司所得税率为 25%

表 4 2011 年西安饮食获益西安世园会盈利预测

单位：百万	保守预计餐饮增速 25%	中性预计餐饮增速 45%	乐观预计餐饮增速 75%
餐饮	481.78	558.86	674.49
客房、商品和其他收入	197.20	197.20	197.20
营业收入合计	678.98	756.06	871.69
毛利	407.39	453.63	523.01
营业税金及附加	33.95	37.80	43.58
期间费用	305.54	302.42	305.09
营业利润	67.90	113.41	174.34
利润总额	67.90	113.41	174.34
所得税	16.97	28.35	43.58
净利润	50.92	85.06	130.75
归属于母公司净利润	46.85	78.25	120.29

EPS	0.23	0.39	0.60
净利润率	6.90%	10.35%	13.80%
营业收入增长率	20.24%	33.89%	54.37%

资料来源：东方证券研究所预测

从上表计算可知，世园会的召开对公司业绩提升的弹性很大，归属母公司净利润增幅预计在192%-656%。

3) 风险因素

世园会游客人数低于预期；公司期间费用缺乏管理大幅上升。

2、ST 长信

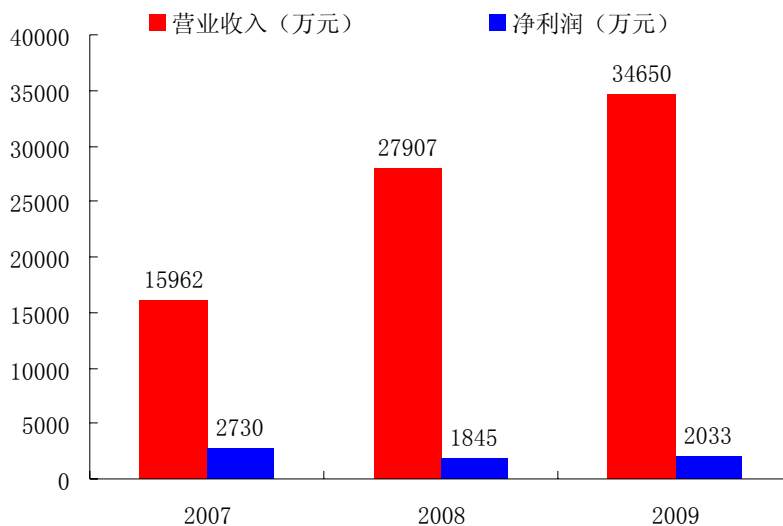
1) 曲江文旅拟借壳上市

根据 ST 长信 11 月 5 日的公告，公司拟出售原有资产并且向曲江文旅非公开发行股份购买其所持有的文化旅游类经营资产。该资产预估值约为 9.5 亿元，非公开发行股份定价为 9.93 元/股，预计发行不超过 9600 万股。交易完成后，曲江文旅将持有公司 9600 万股股份，占公司发行后总股本（18333 万股）的 52.36%，成为公司控股股东，而 ST 长信将变身成为西安最大的历史文化景区集成商，业务范围涵盖历史文化类旅游景区策划、运营管理、旅游配套餐饮酒店、旅行社为核心的文化旅游产业运营。公司的盈利能力与公司价值将获得大幅提升。

2) 西安市内优质景区资源将注入

曲江文旅作为中国西部最具创新性、发展速度最快的文化旅游品牌之一，近年旅游业务持续增长，基本确立了文化保护继承与旅游产品研发紧密结合、文化组合能力与集成开发能力互相匹配的核心竞争优势。目前，曲江文旅运营管理 3 个国家 4A 级景区。其中，大唐芙蓉园是中国第一家全方位展示盛唐风貌的大型皇家园林式文化主题公园；曲江海洋公园是西北地区唯一一家海洋主题公园和全国海洋科普教育基地，与大雁塔景区、大明宫国家遗址公园、唐大慈恩寺遗址公园、曲江池遗址公园和唐城墙遗址公园等共同构筑成曲江文旅庞大的文化旅游景区集群，曲江文旅所管理的景区面积达 1 万余亩，

图 12 曲江文旅近年经营情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

此次拟注入的资产几乎包括了曲江文旅所有的优质文化旅游类资产，具体包括以下四大类：（1）股权资产，包括大雁塔景区公司 100% 股权；大明宫管理公司 100% 股权；城墙公司 100% 股权等；（2）景区运营管理业务，包括大唐芙蓉园、曲江池及唐城墙遗址公园景区运营管理业务；（3）其他资产及业务，包括御宴宫、芳林苑、唐集市、唐华宾馆等；（4）“大唐芙蓉园”、“大唐圣境”、“龙龙吉祥物”等注册商标。根据公司公告，拟购买资产 2009 年度归属于母公司股东的净利润约为 4000 万元。

表 5 拟购买的股权类资产情况

资产名称	成立时间	股权结构	主营业务	截止 2010 年 9 月 30 日主要财务数据 单位：万元					
				总资产	总负债	营业收入	营业利润	利润总额	净利润
大雁塔景区公司	2006-1-13	100%	景区运营管理	6180.37	2779.67	5377.72	770.21	908.04	771.83
大明宫管理公司	2009-12-17	100%	景区运营管理	4045.69	1043.86	2701.57	10.59	10.99	1.83
城墙公司	2010-1-13	100%	景区运营管理	1185.12	148.66	579.75	48.61	48.61	36.46
酒店管理公司	2009-11-6	100%	餐饮及酒店运营管理	644.56	32.27	162.51	32.15	32.15	27.39
唐艺坊公司	2004-9-22	100%	旅游纪念品销售	1247.66	304.74	1186.53	82.72	86.68	57.83
曲江旅行社	2009-11-19	100%	旅游业务	868.59	669.91	3078.5	-97.01	-97.01	-97.01
友联旅行社	2002-8-5	56.01%	旅游业务	751.56	340.22	1036.17	-14.44	-14.63	-14.63
阳光旅行社	1999-3-8	43%	旅游业务和企业会议	281.22	35.7	840.56	1.33	0.83	0.83
百仕通旅行社	2006-7-17	40%	旅游业务	1099.39	547.5	1714.96	14.98	15.18	15.18

资料来源：公司公告，东方证券研究所整理

表 6 拟购买的其他资产情况

名称	简介	备注
大唐芙蓉园	展示盛唐风貌的大型皇家园林式文化主题公园	合同期限 20 年，自 2011 起，收入来源是管理酬金，主要来自大唐芙蓉园的门票收益，分为基本酬金与分成酬金两部分
曲江池遗址公园	西安市大型城市生态景观和人文景观	合同期限 20 年，自 2010 年 11 月 1 日起，收入来源管理酬金和分享景区经营性收入
唐华宾馆	是国内首家唐文化体验式宾馆，主要业务为酒店住宿、餐饮、休闲、大型宴会、会议服务等。	已取得相关资产所有权证
海洋公园	主要从事海洋动物展览、海洋科普教育、水生生物的驯养、旅游配套餐饮、海洋礼品零售、互动娱乐等业务。	已取得相关资产所有权证
芳林苑	主要业务为酒店住宿、餐饮、休闲、大型宴会、会议服务等。	已取得相关资产所有权证
唐华乐府	集场景体验、乐舞欣赏、品尝美食于一体的高端餐饮品牌	即将于 2010 年 12 月建成营业，已取得相关资产所有权证
大唐博相府	具有浓郁特色的唐文化博物馆式酒店	已取得相关资产所有权证
唐集市	集非物质文化遗产展示与保护、旅游购物、休闲娱乐、情境体验、文化表演等为一体的唐文化主题街区	已取得相关资产所有权证
御宴宫	中国仿唐宴开发基地	已取得相关资产所有权证

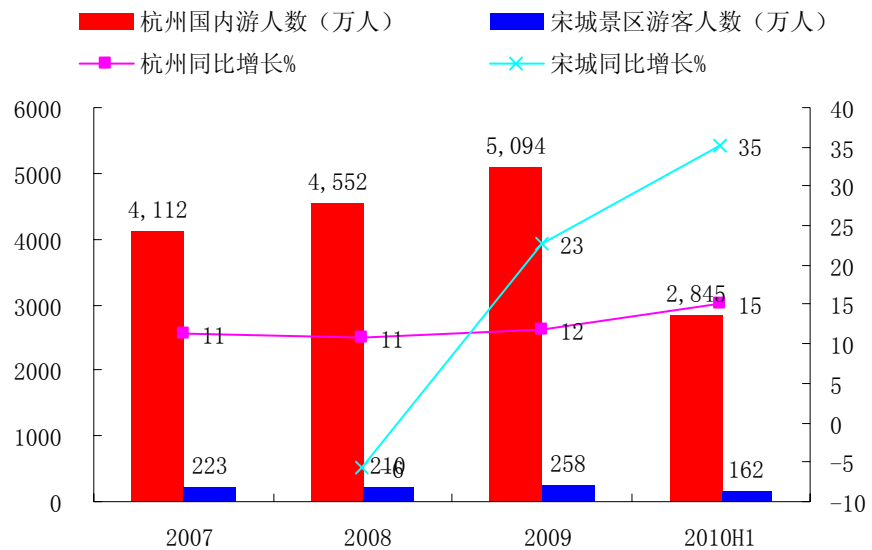
资料来源：公司公告；东方证券研究所整理

3) 公司文化旅游类资产直接受益世园会

作为西安最大的景区集成商，我们认为资产注入后的 ST 长信将受益世园会召开对西安旅游业的带动，2011 年业绩有望大幅提升。

其中，公司最主要的利润来源大雁塔景区有望实现超过西安整体游客人数的增幅，根据今年五一节的统计，西安游客人数为 169.6 万人，同比增长 27.26%，大雁塔景区游客人数 35 万人，同比增长 118%，远远高于西安整体游客的增速。考虑到大雁塔是西安的标志性景区之一，在国内享有很高的知名度，我们认为这一势头在 2011 年有望得以延续。

另外鉴于上海世博会运营期间，杭州宋城景区游客人数同比大幅增长，受益效果明显，我们预计同样以主题公园和文化演艺为经营模式的大唐芙蓉园在西安世园会召开期间游客人数将出现爆发式增长，而公司将于 2011 年 1 月 1 日开始收取大唐芙蓉园的经营管理酬金（直接和门票收入挂钩），因此大唐芙蓉园的收入将极大的提升公司 2011 年的业绩。

图 13 宋城景区收益上海世博会召开游客人数大幅增长


资料来源：公司招股说明书、东方证券研究所

4) 公司未来业绩将有望大幅改善，

一方面，曲江已经成为国内外游客观光度假的主要目的地之一，游客接待数量不断攀升，据公司公告披露，目前曲江正在创建全国 5A 级景区，因此我们认为曲江旅游具有良好的成长空间，未来经济效益将明显提升。

另一方面，置入 ST 长信的曲江文旅的优质文化旅游资产通过上市，其相关管理及制度将变得更加透明和规范，随着体制和机制的改善，我们相信这些优质文化旅游资产的业绩增长动力将被激发，而公司未来的经营收益也有望得到大幅增长。

5) 公司存在进一步资产注入的可能

同时，从中长期看公司还存在进一步资产注入的可能，比如曲江文旅此次未注入的四个项目，曲江寒窑遗址公园景区及周边商业配套，秦二世遗址公园，楼观台财神文化区一期(庙区)项目和紫薇·永和坊项目，其中前三个项目曲江文旅承诺，“待受限于相关法律法规的原因消除后，立即通过市场方式转让给上市公司，或者转让给其他无关联第三方，以保证不与上市公司产生同业竞争或潜在的同业竞争。”

另外公司的实际控制人，曲江文旅的母公司曲江文投根据规划未来三年将进一步做大做强，资产总额计划从 2009 年的 170 亿增加至 500 亿，目前曲江文投旗下景区类资产包括，负责曲江新区旅游基础设施建设和文化商业开发经营的曲江大唐不夜城公司，负责观光农业示范区建设和管理的曲江楼观旅游农业开发有限公司，和负责法门寺景区管理的，法门寺景区文化产业集团。

表 7 曲江文投下属子公司和参控股企业

全资子公司		控股和参股企业
景区开发	西安曲江文化旅游（集团）有限公司	景区 陕西法门寺景区文化产业集团有限公司
	西安曲江大唐不夜城文化商业有限公司	会展 西安曲江国际会展投资控股有限公司
投资	西安曲江楼观旅游农业开发有限公司	文娱 西安曲江大秦帝国文化传播有限公司
	西安曲江影视投资（集团）有限公司	西安曲江丫丫影视文化传媒有限公司
	西安曲江出版传媒投资控股有限公司	西安曲江乐雅动漫有限公司
文娱	西安曲江文化演出（集团）有限公司	西安曲江爱乐艺术创作有限公司
	西安秦腔剧院有限责任公司	投资 西安曲江大明宫投资（集团）有限公司
房地产开发	西安曲江梦园影视有限公司	陕西文化产业（西安）投资有限公司
	西安曲江建设集团有限公司	陕西文化产业投资控股有限公司
会展	西安曲江国际会展（集团）有限公司	西安曲江临潼旅游投资（集团）有限公司

资料来源：曲江文投网站；东方证券研究所整理

6) 风险因素

世园会游客人数低于预期；重组进程较慢或未获通过。

3、西安旅游

1) 公司主营酒店和旅行社业务

西安旅游主要经营酒店、餐饮、旅行社等业务，现在在西安有三星级酒店一家、二星级酒店三家、一星级酒店一家、两个国内旅行社、一个国际旅行社和四个餐厅。

表 8 西安旅游下属企业

分公司	全资子公司	控股子公司
上林宫酒店	杏子川天马钻采公司	西安中旅国际旅行社有限公司
解放饭店	西安旅游天业房地产开发公司	西安海外旅游有限公司
胜利饭店	西安渭水园温泉度假村	
关中客栈	陕西鼎盛长安文化娱乐有限公司	
西北大酒店	北海鼎盛长安酒店有限公司	
西安国内旅行社		
西安照相馆		
天辰工贸公司		
装潢分公司		
穆斯林食品开发公司		
沁园商贸分公司		

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

2) 世园会召开对公司业绩有一定正面影响

西安世园会的召开对当地旅游、餐饮和住宿业的带动作用也将使公司获益，但是我们认为其获益程度将远低于西安饮食和 ST 长信，这主要是因为公司主业基础薄弱，下属酒店、餐厅和旅行社规模小，且知名度一般，缺乏竞争优势。同时公司一直谋求实施的战略转型步伐缓慢，至今未有清晰的路径，极大的阻碍了公司的发展。

3) 未来存在资产整合的可能

从长期看，根据西安国资委推进重大资产重组产业整合项目建设的规划，拟将通过增发并购加整合，做优做强西旅集团。积极探索西旅集团所属企业整合的有效途径，采取增加投资以及资产，业务整合等措施，充分发挥资产的整体效能；通过增发并购优势项目注入上市公司，实现旅游服务业大整合，作为西安旅游集团下属仅有的两个上市子公司之一，西旅集团预期将会摸索出一条适合公司的转型之路。

表 9 西安旅游集团下属企业

全资子公司	控股公司	参股公司
西安大汉上林苑实业有限公司	西安旅游股份有限公司	西安唐城股份有限公司
西安秦岭野生动物园	西安饮食股份有限公司	西安翠华山旅游发展股份公司
西安惠群集团公司	西安旅游集团恒大置业有限公司	
西安旅游集团文化产业投资公司	西安旅游集团广瑞物业管理有限公司	
西安西旅集团旅游汽车有限公司	西旅集团太平洋流水山庄有限公司	
西旅集团秦瑞旅游置业发展公司	西安楼观台宗胜宫旅游发展有限公司	
西旅集团楼观台旅游开发有限公司	西安旅游集团大晟青铜文化艺术品公司	
西安光华宾馆		
陕西光华宾馆		

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

4、西安民生

1) 陕西地区的商业龙头

公司作为陕西地区的商业龙头，2007 年后扩张明显加快。2007 年当年先后开出钟楼店、甘肃庆阳店和电子城店；2009 年先后向宝商集团收购包括经二路和新世纪两家百货和 26 家家美佳超市），并从大股东手中托管兴正元店。

公司目前在西安、宝鸡和甘肃拥有百货商场 7 家，超市 26 家。未来两年，公司规划增发收购雁塔国际文化市场、新乐汇门店，新设北大街店，扩建解放路店和宝鸡新世纪店。以上扩张若能按期完成，则公司经营面积将超过 40 万平米，增幅达到 60%以上，粗略估算有望推动收入增长 40%以上。

表 10 西安民生门店列表

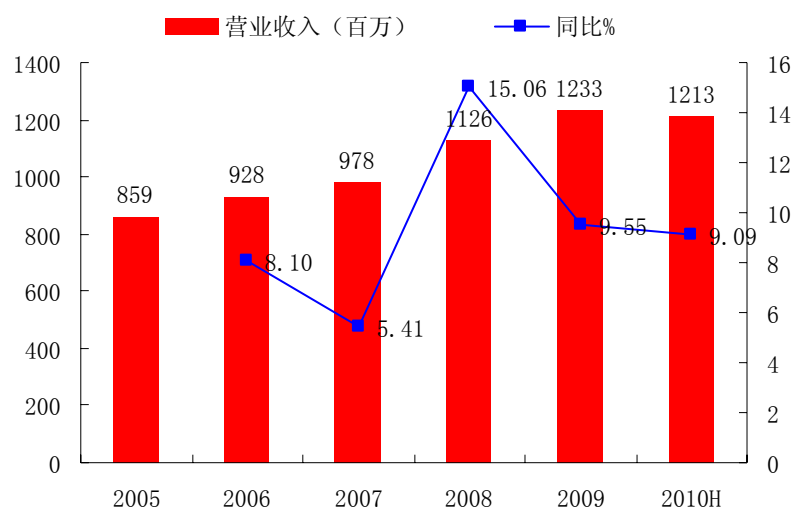
	项目名称	开业时间	面积 平米	所有权	备注
原有	解放路店	1958	6.5 万	自有	拟增发扩建 1.7 万平米
	钟楼店	2007	2.4 万	自有	
	电子城店	2007	1.6 万	租赁	
	甘肃庆阳店	2007	0.7 万	租赁	
	兴正元店	2009	6 万	租赁	托管
宝商	经二路店	1995	1.7 万	自有	
	新世纪店	2007	1.8 万	租赁	拟扩建 2.2 万平米
	佳美家超市		14 万		
拟增发注入	雁塔广场店	2008	2.73 万	自有	
	新乐汇店	2010	2.7 万	自有	
	北大街店	2011E	4.5 万	自有	在建

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

2) 中期受益世园会，长期受益西安巨大的商业配套需求

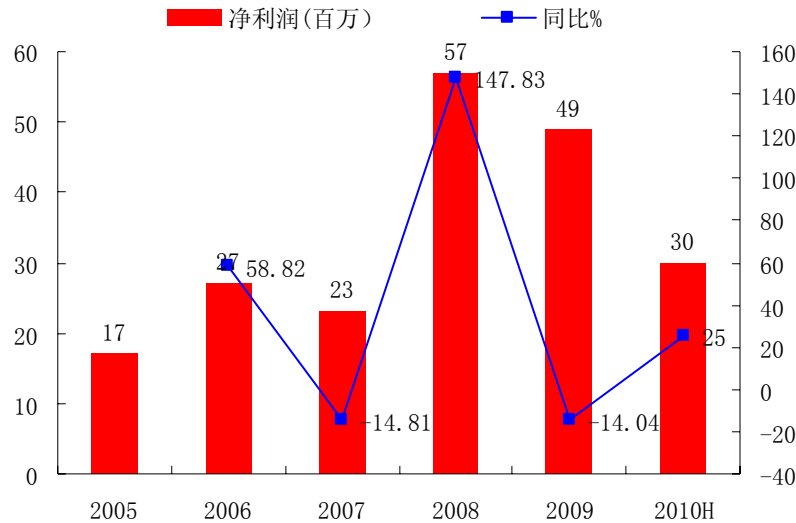
本次世园会带动的人流将对西安当地的消费产生明显的拉动作用，我们预计 2011 年当地社会消费品零售总额同比增速有望达到 21-22% 左右。这其中，西安民生作为陕西地区商业龙头企业，我们预计将明显受益于本次世园会。

西安是我国西部经济中心之一，常住人口超过 800 万，城镇化率高，人均可支配收入水平在西部居于前列，过去几年社会消费品零售总额快速增长。并且按照西安发展规划，未来城区面积将快速扩大，带来巨大的商业配套需求。

图 14 西安民生近年业绩稳步增长


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15 西安民生近年净利润情况



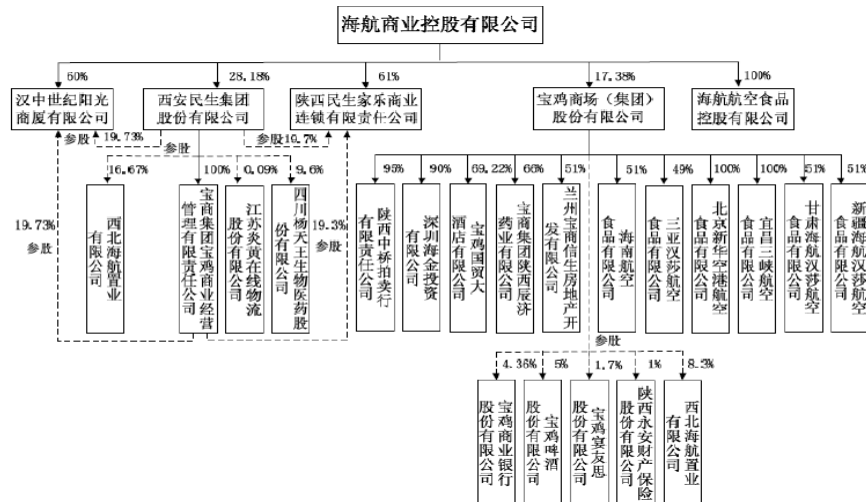
资料来源：公司公告，东方证券研究所

3) 定位于海航集团商业整合平台，未来存在资产注入预期

现有的门店经营稳健，定位于海航集团商业业务整合平台的西安民生未来存在资产注入的预期。

公司大股东海航商业目前在陕西省内外拥有大量商业资产，除了已经托管给西安民生的兴正元店，另有海航中免免税品有限公司、上海家得利超市、天津国际商城、汉中世纪阳光商厦和民生家乐超市等。其中世纪阳光和民生家乐超市已经于 2009 年承诺过将注入上市公司。测算兴正元、世纪阳光和民生家乐，我们估计 2012 年前后整合完成后将增厚销售 18 亿元以上。

图 16 大股东海航商业旗下商业资产



资料来源：公司公告，东方证券研究所

5、开元控股

1) 陕西地区最大的百货企业

开元控股是陕西地区最大的百货企业，其旗舰店钟楼店也是西安地区单店营业额最高的百货门店。公司成立于 1986 年，1993 年上市，目前在西安及周边拥有百货门店 4 家。2009 年公司收入 23 亿元，净利润 7676 万元。

表 11 开元控股门店列表

	面积	开业	物业
西安钟楼店	10	1996	自有
咸阳店	2	2008	租赁
安康店	1.25	2007	租赁
宝鸡店	11.6	2009	自有
西稍门店（筹）	6.74	2010	自有

资料来源：公司网站；东方证券研究所整理

2) 老店关注品类调整、新店未来有望扭亏

西安钟楼店为公司主力门店，销售收入占比超过 90%。但是由于开业较早，商圈成熟，因此近年销售收入增速逐年下降。2010 上半年公司对该门店进行了内部改造，我们认为未来该门店业绩主要通过品类调整带来的毛利率提升来体现；

安康店为公司第一个异地扩张的门店，收入体量较小，目前基本盈亏平衡，我们预计其未来对公司的业绩贡献不大；

咸阳店和宝鸡店以及西稍门店为未来的主要增长点。咸阳店位于当地核心商圈，定位较高，错位经营明显，2009 年收入同比增长超过 40%，预计 2010 年实现扭亏。宝鸡店 5 万平米百货，1.2 万平米出租，为当地最大的商业项目，目前也处于培育期，2010 年上半年实现销售收入 1.2 亿元，亏损 450 万元，较低的毛利率、财务费用和较高的折旧摊销是亏损的主要原因。

西稍门店是公司新建项目，位于西安西郊，预计明年初开业。目前商圈尚未成熟，培育尚待时日。因此 8 万平米商业中，公司拿出 3 万多平米用于租赁。2010-2011 年 7-29 层的住宅销售有可能贡献一部分利润。

附图：相关上市公司近期资金流向



资金流向

(截止2010-12-2)



资金流向

(截止2010-12-2)



资金流向

(截止2010-12-2)



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn