

2014

阳光私募机构深度研究报告

THE DEEP RESEARCH REPORT OF PRIVATE FUND INSTITUTION

格上理财研究中心

GESAFE WEALTH RESEARCH



景林资产深度研究报告

报告摘要

景林资产成立于 2004 年 6 月，是一家秉承价值投资理念，以投资海内外中国公司股票为主的资产管理公司。投资范围涵盖 A 股、B 股、H 股、红筹股、ADRs 等海内外上市公司的中国股票。目前管理资产总规模达 200 亿元，其中有一半为美元资产，投资领域横跨一二级市场。

景林以优秀的业绩和专业的管理赢得了来自全球机构投资者和高净值个人客户的信任，其中海外机构客户包括主权财富基金、大学基金会、大型银行、保险公司，跨国公司、养老金和家族基金等，国内机构客户包括中国工商银行总行、中国银行总行和招商银行总行在内的多家银行和知名企业。

景林资产拥有 28 人的专业投研团队。许多团队成员不仅拥有国际国内名校的良好教育背景，而且在各自研究的领域有多年的实业工作经验，不少员工还有在国内外著名金融或监管机构的工作经验，如深圳证券交易所、JP 摩根大通、申银万国、南方基金、建信基金、华商基金、华安基金等。

价值投资和逆向投资是景林投资体系的根基，追求确定性是景林业绩长青的保证。景林强调以实业家和 PE 的心态去做投资，注重事前风险控制，其独特的 360 度调研体系和专家系统为其追求更大概率的确定性提供了强大的支持。

格上理财认为，景林综合能力强，各方面的素质都位居行业前列，风险可控，长期收益可观，值得投资者的信赖。

目录

1. 公司简介及组织架构
2. 投资业绩分析
 - 2.1 景林系列产品汇总
 - 2.2 净值表现稳健，长期收益可观
 - 2.3 多基金经理制，产品之间存差异
 - 2.4 通过精选个股控制回撤，风险可控
3. 投资策略分析及业绩归因
 - 3.1 价值投资和逆向投资是基本的投资理念
 - 3.2 坚持组合投资，适度分散风险
 - 3.3 “360 度全方位”深度调研，追求确定性
4. 投资风格分析及最佳投资环境匹配
5. 投资案例分析
6. 2013 年回顾与 2014 年展望

7. 基本结论

图表目录

表 1：景林代表产品汇总

表 2：同期成立私募净值比较

表 3：代表产品历年收益率

图 1：代表产品净值走势图

景林资产：业绩长青源于对确定性的追求

1、公司简介及所获奖项

成立日期	2004 年 6 月	所在地	上海
基金经理人数	4 人（国内）	管理规模	200 亿
投研团队人数	28 人	产品数量	9 只
产品线	国内 6 只阳光私募基金，海外 3 只		
核心人物	蒋锦志		

景林资产成立于 2004 年 6 月，是一家秉承价值投资理念，以投资海内外中国公司股票为主的资产管理公司。投资范围涵盖 A 股、B 股、H 股、红筹股、ADRs 等海内外上市公司的中国股票。目前管理资产总规模达 200 亿元，其中有一半为美元资产，投资领域横跨一二级市场。

景林以优秀的业绩和专业的管理赢得了来自全球机构投资者和高净值个人客户的信任，其中海外机构客户包括主权财富基金、大学基金会、大型银行、保险公司，跨国公司、养老金和家族基金等，国内机构客户包括中国工商银行总行、中国银行总行和招商银行总行在内的多家银行和知名企业。

景林资产拥有 28 人的专业投研团队，其中有 6 人拥有 CFA 资格。许多团队成员不仅拥有国际国内名校的良好教育背景，而且在各自研究的领域有多年的实业工作经验，不少员工还有在国内外著名金融或监管机构的工作经验，如深圳证券交易所、JP 摩根大通、申银万国、南方基金、建信基金、华商基金、华安基金等。

长期以来，景林资产为投资人创造了丰厚回报。景林资产所管理的海外旗舰基金“金色中国基金”在从 2004 年 7 月成立至 2012 年 12 月底的 8 年多期间，累计净收益率 792.98%，每年复合净收益率 29.38%，在海外获奖无数。国内代表产品景林稳健成立于 2006 年 10 月份，累计回报 296.90%，年复合收益率为 20.68%。

景林资产致力于成为一家在国际国内业绩优秀、值得信赖、受人尊敬的资产管理公司，为投资者寻求长期资本增值。公司采用合伙制的组保形式，基金经理均为合伙人。

景林用业绩说话，长期以来优秀的表现得到全球机构和投资者的认可，屡获大奖。获奖情况如下：

景林资产

- 2013 年 7 月，荣获由第一财经主办的“第四届中国阳光私募基金峰会”颁发的 2012-2013 年度中国阳光私募稳健金樽奖
- 2013 年 4 月，荣获第四届中国证券报股票策略类 2012 年“金牛阳光私募基金管理公司奖”，2009-2012 年，分别荣获第一、第二、第三、第四届中国证券报“金牛阳光私募基金管理公司奖”
- 2013 年 4 月，蒋彤女士荣获中国证券报“金牛阳光私募投资经理奖”
- 2013 年 3 月，获得国金证券·上证报第五届“中国最佳私募基金”2008-2012 五年长期优胜奖
- 2011 年 1 月，获得《每日经济新闻》“金鼎奖”最佳长期回报私募管理人
- 2008-2010 年，连续三年获国内私募基金评级权威机构国金证券评为五星级基金管理公司
- 2010 年，获得了国金证券评选的第三届私募基金年度最佳奖

旗下人民币信托

- 2013 年 4 月，景林稳健 2 期在 2013 招商银行第三届 6S 托管银行金眼睛奖评选中荣获“2012 年度阳光私募最佳业绩奖”
- 2013 年 3 月，景林丰收荣获晨星（中国）中国股票型对冲基金提名
- 2011 年，景林稳健荣获《上海证券报》“金阳光”五星级私募基金
- 2011 年 1 月，深国投-景林稳健在三年期晨星私募评级中荣获五星级别
- 2011 年 1 月，结构化产品中银财富——创富八期人民币理财产品获 2010 年度“金鼎奖”优秀私行产品
- 2010 年 6 月，深国投-景林稳健和深国投-景林丰收入选晨星 3 年以上私募基金风险调整后收益排名前十
- 2010 年 4 月，深国投-景林稳健获上海证券报首届“金阳光”最佳私募基金风控奖
- 2008 年，深国投-景林稳健和深国投-景林丰收入选晨星中国私募基金风险最小的 6 只基金
- 2007 年，深国投-景林稳健 2007 年以年度净收益率 142% 排名深沪两地私募信托完整年度收益率第一

旗下外币基金

- 2013 年 6 月，景林“金色中国基金”荣获 EurekaHedge（尤里卡对冲）2013 年度大中华对冲基金奖
- 2013 年，景林中国阿尔法基金荣获 AsianInvestor（“亚洲投资者”月刊）亚洲区最佳对冲基金年奖
- 2012 年，景林金色中国基金荣获 HFM（对冲基金管理周刊）2012 年度大中华对冲基金奖
- 2012 年，景林中国阿尔法基金荣获 AsiaHedge（亚洲对冲基金组织）年度最佳新兴和小型基金奖
- 2012 年，AsiaHedge 评选中，景林获得本年度亚洲最佳基金管理公司提名，金色中国基金获得了本年度最佳中国基金提名，令景林成为 2012 年唯一一家获得 AsiaHedge 三项提名的基金管理公司
- 2011 年，景林金色中国基金、金色中国加强基金、景林中国阿尔法基金先后成为 HFRI Equity Hedge Index 成分基金（该股票对冲基金指数由国际对冲基金行业权威研究机构 HFR 发布）
- 2010 年 4 月，金色中国基金获上海证券报首届“金阳光”最佳中国海外对冲基金

- 截至 2009 年 10 月金色中国基金以 136.8% 的年净收益率当选为彭博财经 2009 年亚洲最佳对冲基金
- 截至 2007 年 9 月金色中国基金 158% 的年净收益率获/AsiaHedge2007 年度最佳单一国家对冲基金奖
- 2005 年, 金色中国基金以 32% 的年净收益率成为彭博财经 2005 年排名第一基金

旗下 PE 基金

- 2013 年, 蒋锦志荣获清科排名中国最佳私募股权投资家十强
- 2013 年, 景林 PE 荣获清科排名中国私募股权投资机构十强
- 2013 年, 景林 PE 荣获清科排名外资私募股权投资机构十强
- 2013 年, 景林 PE 荣获清科排名中国医疗投资领域以及新农业投资领域机构前十强
- 2013 年, 景林 PE 被 China Venture 评为 2013 年度中国最具创新力综合性基金管理机构 10 强
- 2012 年, 景林投资荣获清科排名中国私募股权投资机构 50 强
- 2012 年, 景林投资荣获清科排名中国私募股权投资机构 (外资) 前 20 强
- 2012 年, 景林投资荣获清科排名中国快消品领域投资机构 10 强
- 2008 年, 景林投资荣获清科排名国内私募股权机构 30 强

2、投资业绩分析

2.1 景林代表产品汇总

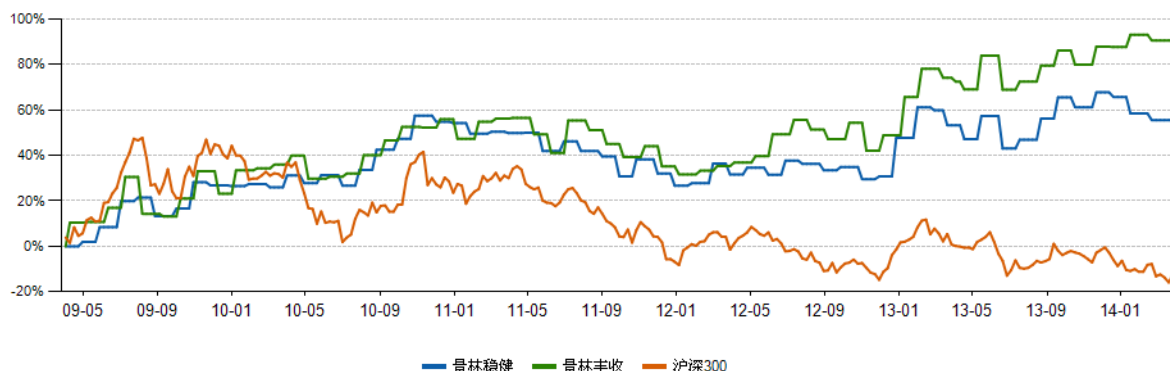
表 1: 景林代表产品汇总

产品简称	成立日期	截止日期	累计净值	累计收益率	同期沪深 300	年化收益率
投资精英之景林	2013-09-30	2014-03-21	88.81	-11.19%	-10.42%	
景林稳健 2 号	2010-02-10	2014-02-28	1.1937	20.02%	-29.80%	4.61%
景林丰收	2007-03-30	2014-02-28	259.17	159.17%	-21.67%	14.75%
景林稳健	2006-10-31	2014-02-28	396.90	296.90%	48.69%	20.68%

来源: wind, 格上理财研究中心

景林目前国内二级市场管理的资产有 30 亿, 代表产品有景林丰收、景林稳健、景林稳健 2 号, 以及去年刚刚成立的投资精英之景林。我们下面均以成立时间超过七年的两只产品景林稳健和景林丰收为例进行分析。

图 1: 代表产品净值走势图



2.2 净值表现稳健，长期收益可观

表 2：同期成立私募净值比较（统计日：2014.4.2）

产品名称	成立时间	最新净值	产品名称	成立时间	最新净值
金牛 1 期	2007-01-16	85.72	民森 A 号	2007-06-25	243.50
睿信	2007-02-08	141.30	新同方	2007-07-12	117.03
泓湖 1 期	2007-02-16	227.41	睿信 4 期	2007-07-03	97.66
东方港湾马拉松	2007-02-28	114.38	民森 B 号	2007-06-25	170.1400
证大 1 期	2007-02-05	91.59	星石 1 期	2007-07-30	172.05
景林丰收	2007-03-30	259.17	云程泰资本增值	2007-08-01	136.00
尚诚	2007-03-28	166.72	星石 3 期	2007-08-27	169.42
明达 3 期	2007-04-02	118.49	朱雀 1 期(深国投)	2007-09-17	192.07
万利富达	2007-03-20	128.78	景泰复利回报 1 期(国投)	2007-09-07	125.63
中国龙增长	2007-04-30	123.77	道合	2007-09-13	59.01
睿信 2 期	2007-06-15	90.53	淡水泉成长 1 期	2007-09-06	235.49
睿信 3 期	2007-06-15	88.84	林园 2 期	2007-09-17	81.99

（注：为了比较方便，以上净值为复权净值且均换算为以 100 为单位）

来源：格上理财研究中心

我们比较了与景林丰收同期成立的共 24 只基金最新净值表现，这些基金均有超过六年的公开业绩，景林丰收以 159.17% 的收益率高居榜首，年化收益率为 14.75%。另外民森、淡水泉与泓湖也均有较好表现。

2.3 多基金经理制，产品之间存差异

景林稳健和景林丰收两只产品分别由公司两位合伙人卓利伟和蒋彤独立管理，从近六年的表现来看，公司整体投资风格是比较统一的，不过由于基金经理的偏好不同，仔细分析还是可以看出一定的差异性。在 2008 和 2011 两个系统性下跌年份中景林稳健的跌幅都要大于景林丰收，在 2009 年系统性上涨的年度中景林稳健的涨幅也要大于景林丰收，这说明景林稳健更偏向价值投资和长期持有。2012 年底银行地产等大盘蓝筹股均出现大幅上涨的估值修复行情，这一年景林稳健的收益要高于景林丰收，也可以说明景林稳健的持仓偏价值和蓝筹。2013 年景林丰收的业绩要远远高于景林稳健，而这一年是典型的小盘成长股行情，也可以从侧面印证出景林稳健偏价值的风格。据格上理财的实地调研了解，与我们从业绩上的推论是相符的，景林丰收的基金经理蒋彤的操作相对灵活，风格偏成长，但不恪守价值或成长，而是根据市场时机对组合不断进行优化和调整。

2.4 通过精选个股控制回撤，风险可控

景林在两个系统性风险发生的年度里景林的回撤均小于市场的平均水平（见表 3）。据我们所了解，因为奉行价值投资与逆向投资的理念，所以景林并没有严格的止损机制。较好的风险控制一方面源于景林对

宏观大方向的整体把握，但更多是从自下而上的角度精选个股对整体净值的贡献。

景林在每个年度的收益水平并不突出，但正是凭借较小的回撤和所持个股优秀的基本面，在每次回调之后净值都会再创新高。两只产品年化 15% 左右的收益率可以反应出其长期业绩稳健的本色，优秀的长期业绩背后独特的风险控制功不可没。

从两只产品各自的表现来看，景林丰收凭借更主动的管理，不管是短期还是长期回撤幅度均小于景林稳健。

3、投资策略分析及业绩归因

价值投资和逆向投资是景林投资体系的根基，追求确定性是景林稳定成长的保证。景林强调以实业家和 PE 的心态去做投资，注重事前风险控制，其独特的 360 度调研体系和专家系统为其追求高概率的确定性提供了强大的支持。

3.1 价值投资和逆向投资是基本的投资理念

景林投资采用价值投资和逆向投资的投资理念，采取类似于私募股权投资的方法，综合运用自下而上和自上而下的研究，致力于发掘那些具有“两高一低”特征的公司：即行业门槛高，增长潜力高、估值低的公司。

在对行业进行分析时，公司会首先分析宏观环境，因为宏观环境首先会对整个行业产生影响，进而影响目标企业，景林比较注重行业的中长期发展趋势。对基本面进行研究时，景林会对公司的成长性，盈利模式，产品，团队，财务等各方面进行综合考虑。对公司进行估值的时候，景林不只看重市盈率，公司所处的行业结构和公司在产业价值链中的地位，公司的护城河和竞争优势，赢利、市值、资产价值和团队价值，都是景林所看重的。景林偏好进入门槛较高、与供应商和客户谈判能力强，并且管理层积极向上且富有能力的公司。

3.2 坚持组合投资，适度分散风险

景林认为长期投资要想做的好，必须要恰当的分散风险。当投资一个很有潜力的公司时，如果发生了不可抗力事件，就可能会对投资造成非常严重的影响，因此必须恰当的分散风险，但是也不能太分散，投资太分散了会导致你无法深入了解每一个公司，并且会降低收益率。一般情况下，有 20-30 只股票就能分散掉 90% 的风险。

景林一级和二级投资长期都非常看好消费、医药、TMT、现代服务业和先进制造业等行业，既包括高成长的新兴行业，也包括传统行业的转型和经济转型中受益的行业。除了组合投资之外，景林的价值投资并不是机械持有，而是会对行业和个股进行动态分析，随时关注行业的变化，比如政策、供需、景气度等，另外还会随时关注股票的估值是否合理，从而进行动态的调整，追求在任何阶段下投资组合风险的最小化和收益的最大化。

3.3 “360 度全方位”深度调研，追求确定性

景林对投资一只股票的过程非常严谨，尽可能的追求确定性强的预期收益。在选中目标公司后，景林

即启动“360度全方位调查”系统，利用其在业内的各种资源做尽职调查，深入分析目标公司，以确保能全面了解目标公司的业务、优劣态势、财务报表的质量、投资风险和管理层的品格及能力。在此基础上，景林还建立了由不同行业专家组成的研究团队，这些专家对于行业和宏观经济的分析判别能力深于很多金融机构的研究员，对于行业的各种变化也更为敏感。此外，景林还会根据全球宏观经济的变化和股票估值来判断目标公司、行业的前景和基金的适当仓位。因此，在做投资决定之前，景林往往对于宏观趋势、潜在的政策发展、目标公司的核心优势和风险，以及公司高管的能力、个性和目标有较深刻的理解。

在追求确定性的理念下，景林对分析师的要求是首先要追求确定性，在此基础上再追求盈利最大化，要推荐最有把握且确定性最高的公司股票，而不是推荐潜在涨幅大但确定性不高的股票。在选择研究员时，景林也会尽量要求有实业背景的研究员，以便对行业和个股有更深刻的理解，从而增强确定性。

4、投资风格分析及最佳投资环境匹配

表 3：代表产品历年收益率（统计日：2014.4.2）

基金名称	2008	2009	2010	2011	2012	2013	YTD
景林稳健	-28.22	58.82	21.89	-17.86	16.57	12.22	-6.12
景林丰收	-25.46	43.75	26.57	-13.29	10.08	26.07	1.56
沪深 300	-65.95	96.71	-12.51	-25.01	7.55	-7.65	-7.16

来源：格上理财研究中心

景林的产品成立时间较早，两只代表产品景林丰收和景林稳健都赶上了 07 年的牛市行情，积累了较好的安全垫，08 年两只产品的回撤均控制在 30% 以下，对于价值型风格的产品而言，这样的回撤已经非常难得，我们统计了其它价值型风格的产品，如但斌管理的东方港湾马拉松 08 年的跌幅为 61.27%，林园 08 年跌幅为 51.19%，明达的跌幅为 47.62%，尚诚的跌幅为 51.2%。

在 2009 年两只产品的收益率在业内不算特别高，09 年的反弹是在 4 万亿财政政策刺激下人为制造的熊市中的反弹行情，景林在这一年的策略上保持谨慎正是对于这种刺激模式下经济增长可持续性的一种前瞻判断，中等的收益恰好可以反应出景林资产求真、稳健的做事风格。2011 年景林一贯谨慎的风格得到了更好的体现，这一年沪深 300 跌幅为 25.01%，行业的平均跌幅为 19.63%，景林两只产品的跌幅均小于行业平均水平，其中景林丰收的跌幅仅为 13.29%。

2010、2012 和 2013 三年市场主要都表现为振荡市行情，这三年景林均取得正收益，背后体现的是景林优秀的选股能力，景林对基本面的要求很高，恪守价值投资法和逆向投资策略，采取类似于私募股权投资的方法对公司进行研究，并进行深度调研。因为对基本面把握较大，又采用逆向的操作手法，这种策略在振荡市优势明显，业绩上也得到较好体现。

景林资产拥有 28 人的专业研究团队，平均从业时间超过 10 年，有 6 人拥有 CFA 资格，公司对于宏观、行业和个股的研究上均有深厚的功底，凭借对估值上严格的要求，以及对个股的深度研究，即使短期有波动，但是从长期来看安全性和成长性都比较高。

从历年收益来看，景林比较适合振荡市行情。在下跌市场中，由于市场情绪悲观，好股票虽然可以在

一定程度上起到比较好的防守作用，但是大部分还是难以走出独立行情。在单边上涨行情中，由于景林对估值的要求比较高，如果面对市场整体高估的情况，景林谨慎的做法可能会降低收益率。而在振荡市行情中，一些基本面具有优势的个股可以走出单边行情，景林凭借前瞻性的行业研究和对个股的深度调研，容易发现一些被错杀的好股票。另外景林在对个股确定之后，逆向操作的思维也容易买到好的价格。

5、投资案例

5.1 投资案例一：贵州茅台

2010年3-4月间茅台由于2009年底消费税率提升、更换新管理层与市场沟通障碍导致暴跌，吸引景林的注意力。景林通过经销商了解到茅台仍旧供应紧张，通过贵州省了解集团和股份公司经营规范，而大量买入。景林丰收和景林稳健2期守候到180元第一目标价开始部分兑现盈利。

2011年-2012年10月前景林继续大量持有，享受了茅台的提价、业绩成长、分红，一直到2012年10月丰收和稳健2期卖出了所有贵州茅台持仓，最主要的原因是景林判断政府换届之后一定会反腐。

2013年5月，景林观察到茅台900元左右的销售走量非常顺利，景林认为其股价跌到160元的位置之后，短期见底迹象非常显著。茅台价格被市场接受，民间消费商务消费部分替代政务消费。于是在170左右再次买入，很快茅台反弹到200块。

5.2 投资案例二：民生银行

民生银行是景林长期关注的银行，尤其是其专业化信贷的事业部改制在中国具有独创性，实施初期带给民生银行很大的存款乃至业绩压力，成为除美国次债危机之外民生银行2008-2009年的低速增长的原因。2011年年初景林留意到公司事业部改制已经成熟、小微企业贷款做得风生水起，其业绩行将开始释放（2010年报印证），3月底所有组合开始建仓，成本在5.1-5.5元之间。

景林在2011年3月买入，到2012年5月底全部卖出，最后一笔卖在6.35元左右。卖出原因是认为不对称降息和利率市场化将拉开序幕。当年6月央行开始不对称降息，并开始放宽贷款利率的浮动范围，随后民生银行股价一度跌到5.35元左右。

2012年12月初，经过2个季度的观察，大多数银行通过理财谋取了高额收益，同时资产规模在信贷外实现快速增长。景林在7.10元重新大量买回民生银行，到2013春节后发现银行坏账回升，3月初到3月底（银监会关于理财整顿8号文出台前）基本上减持所有银行完毕。

6、2013年回顾与2014年展望

2013年春节市场开始进入调整，3月份开始市场风格激进切换，这种切换与调结构的大背景相契合。经济数据回落，传统行业基本面再度向下，估值修复无法继续，市场由价值切换到成长。在2013年的第一季度，景林对价值股的把握相对到位，从买点和卖点来看，都非常漂亮。但是在4月开始对苹果链的把握不及市场激进略显被动，随后传媒和手游的把握同样因为谨慎而错失。在经历六月份钱荒之后景林预判在市场利率未回落之前以及IPO未大规模展开之前，A股市场还会保持这种结构性的分化，于是在下半年加大对成长股和消费股的配置，另外积极关注一些转型的传统行业，这类配置在下半年取得很好的效果。

景林认为随着11月份三中全会的召开，决定中国长期发展路径的诸多因素基本上得到清晰的指引。过

去几年 A 股市场整体估值相对于全球成熟市场出现折价的本质原因是全球资本对我国经济体的制度折价、以及对中国经济与社会转型的怀疑。此届三中全会在深入市场化、金融改革、政府职能转变、要素市场的改革、国企改革、法治的建设等方面均有相当清晰的道路指引与实践路径，尽管在实际执行层面仍会有不少曲折与反复，但大趋势是非常明朗的。

对于 2014 年的资本市场，景林认为有几个要点值得关注：1、无风险利率仍保持在相对较高的水平，年底的资金面相对仍较紧，总体上仍压抑系统性估值；2、新的 IPO 制度改革将明显压制发行价，对创业板与壳资源重组股的估值压力更大；3、全球资本对 A 股的关注度会持续提高，市值配售的新股认购制度等因素有利于低估值蓝筹股、较低估值的行业龙头将会获得较长期的估值溢价；4、经济仍处于弱复苏状态，投资品与资源品的整体机会仍不明显。

具体到 2014 年的投资策略有几点：1、保持相对较高的持仓水平；2、增加低估值蓝筹股的权重；3、在产品力、品牌力较强的消费品及相关服务业等方面仍保持较高的配置比例；4、在国企改革相关的领域，我们将在一些竞争性行业的龙头企业中积极寻找投资机会；5、在一些创新领域保持足够的关注度。

7、基本结论

景林在业内具有举足轻重的地位，产品线涉及 PE、二级市场、定向增发等，管理国内外超过 200 亿的规模，拥有 28 人的豪华研究团队，投资客户包括主权财富基金、大学基金、银行保险等金融机构、跨国公司等，得到全球高端客户的一致认可。

景林资产奉行价值投资和逆向投资的投资理念，具有全球性的投资视野，通过自上而下和自下而上的方式多因素精选行业和个股，注重中长期趋势。多角度严格估值，通过 360 度全面调研和专家系统增加确定性，紧密跟踪行业和个股动态，谨慎而不失灵活，致力于追求中低风险下的可持续的中高收益。

景林拥有超过 10 年的投资记录，海内外均拥有优秀的投资业绩，历经牛熊考验，业绩稳定可持续，回撤小，抗风险能力强。所有产品都有自有资金跟投，与投资者利益高度一致。

格上理财认为，景林综合能力强，各方面的素质都位居行业前列，风险可控，长期收益可观，值得投资者的信赖。

特别声明

本报告版权归“北京格上理财顾问有限公司”（以下简称“格上理财”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“北京格上理财顾问有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于格上理财研究团队的实地调研资料和可信的公开资料，但格上理财及其研究团队对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，格上理财不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告亦非作为或被视为出售或购买投资标的建议。

阳光私募机构深度研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。格上理财建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议。

本报告反映编写分析人员的不同设想、见解及分析方法，故报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致。

北京格上理财研究中心

地址：北京市朝阳区惠新西里甲240号通联大厦一层

邮编：100029

电话：400-080-5828 +86 10 64990808

传真：+86 10 64969088

邮箱：bianji@gesafe.com