国金证券 SINOLINK SECURITIES

三六五网 (300295.SZ)　互联网络行业

评级：增持　维持评级　　**公司点评**

张燕
联系人
(8621)60893126
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵
分析师 SAC 执业编号：S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

业绩略超预期，关注广告加速转移时间点；

事件

三六五网于 2013 年 2 月 4 日发布业绩快报：2012 年实现营业收入 3 亿元，同比增长 30.7%；归属于上市公司股东的净利润为 1.03 亿元，同比增长 43%，EPS 为 1.94 元（12 年股本 5335 万计算）；同时公布利润分配预案，每 10 股送 10 元人民币。

评论

业绩点评：我们预计公司 2012 年收入 3 亿元，同比增长 30%，净利润 9680 万，同比增长 34%，EPS 为 1.82 元，收入符合预期，净利润略超预期。**主要原因在于利息收入和政府补贴高于预测值，公司 2012 年实际利息收入、政府补贴分别为 1052 万元、1018 万元，**我们对两者的预计分别为 550 万和 400 万，**同时也表明由于对外扩张导致销售+管理费用略超我们预期（约 500 万）。**2012 年由于房产网络广告行业受下游房地产滞后性影响，增速持续下行（2012Q3 增速仅 2%）直到四季度开始有所回暖，对三六五网的推荐我们强调下游房地产转好对公司业绩的提升及作为南京等长三角地区二、三线城市区域龙头房产网站，受自身地区影响较大，所以收入增速高于行业；**展望 2013 年，在下游销售见好，新开工持续回暖的情况下，我们强调行业方面关注房产网络广告转暖，二、三线城市线下到线上加速转移时间点；公司方面把握已开拓区域的成长空间及正开拓区域盈利平衡点的跨越。**

行业看点：1、预计房产广告行业持续回暖，二、三线城市房产广告线下线上加速转移是最大看点：（1）房产网络广告投放费用仅 25 亿，占整体房产广告投放额的 8%（2011 年 339 亿），且以一线城市为主（仅搜房在北京/上海的收入 8 亿元）。（2）2011 年我国已经有 8 个省份互联网普及率超过 45%；2012 年房产网站用户月度覆盖人数从 10 年的 8000 万跃升至 1.3 亿。（3）2012 年销售出现回暖，新开工也有所回暖，房产网络广告行业增速自 10 年之后再次跌至谷底，预计从 2013 年开始将迎来以二、三线城市为主的房产广告线下到线上的加速转移。**2、短期关注下游房地产对行业的扰动，负面因素逐渐减弱：**（1）主要指标关系：商品房销售领先新开工约 6-9 个月，新开工领先房产网络广告 2-4 个月，销售是领先性指标，新开工是确认性指标，国金地产研究员曹旭特预计 2013 年新开工累计增速为 7.4%（2012 年-7.3%）；（2）二、三线城市调控力度小于一线城市，房地产对房产网络广告的负面影响有望减弱。

公司看点：（1）南京城建加快有望带来房产小高峰，合肥、苏州等地尚待开拓：2013 年亚青会、世青会值得关注，合肥、苏州收入仅为南京收入的 1/4、1/5，尚待挖掘；（2）2012 年西安、重庆两地有望跨越盈亏平衡点：重庆市场 2 倍于南京，1-2 城的成功即可带来业绩的大幅提升；（3）**随着城市的增多，边际成本递减效应有望凸显，业绩逐季增厚。**

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

盈利预测及投资建议

考虑到 2013 年房产网络广告行业持续回暖及新增区域对收入有一定贡献，预计全年营业收入增速将高于 2012 年，且逐季增高（一季度淡季）；但 2012 年的政府补助在 2013 年并非可持续，且因为区域扩张短期内销售+管理费用不可能下滑，略微上调销售+管理费用率，同时略微上调利息收入；由此预计公司 2013-2014 年的 EPS 分别为 2.48、3.32 元，增速分别为 28%、34%。**每年 1-2 月为房产广告淡季，3 月公司小非解禁，维持“增持”评级，建议持续关注月度房产网络广告投放费用以确定广告线下到线上加速转移的时间点。**

用使司公限有理管金基海中供仅档文此
此文档仅供中海基金管理有限公司使用

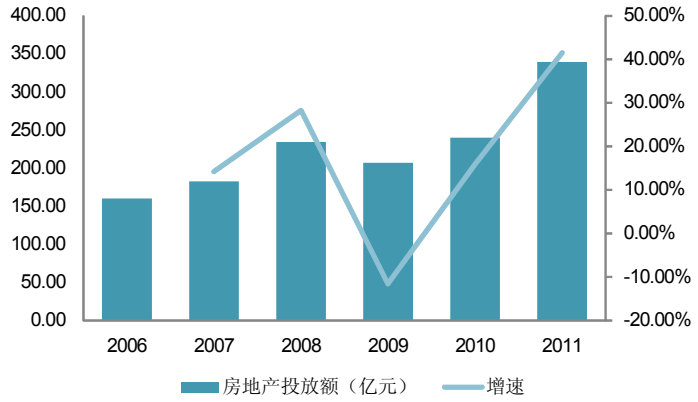
行业：长期趋势向上，短期受下游房地产扰动

长期逻辑：二、三线城市房产广告线下到线上加速转移

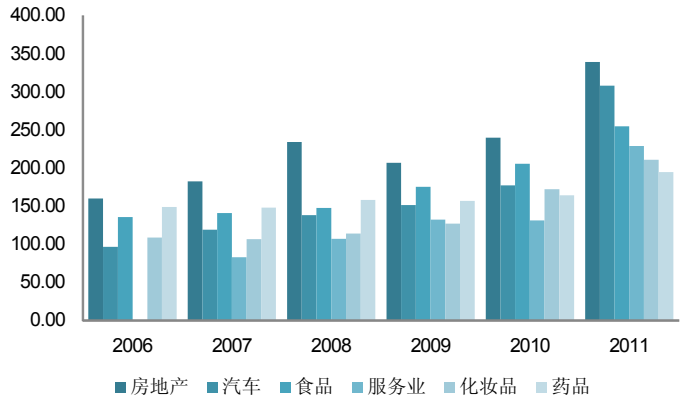
- 房地产为我国广告投放最大的行业，目前也仅是北京上海等一线城市完成了部分转移，二、三线城市的网络广告投放还相对空白，部分城市的互联网普及率已具备加速转移的条件，未来几年预计会迎来第二波转移行情。
  - 2011 年我国房产广告投放额达到 339 亿元，位居所有行业首位，**房产网络广告投放费用（小于广告收入）仅 25 亿，占房产广告投放额的 8%，且以一线城市为主。**据搜房年报披露，其 2011 年在北京/上海的收入为 8 亿元，如果考虑搜狐焦点、新浪乐居等在北京（和焦点、乐居三分天下）、上海（搜房独大）的收入，那二、三线城市仅贡献少量收入。
  - 2010-2012Q3 年房产网络广告行业增速分别为 121%、40%、2%，这并非表明行业增速开始趋缓，原因在于**一线城市线下线上转移基本结束，且 2011 年受到地产调控影响，二、三线城市大规模转移还未开始。**以搜房网为例， 09-11 年北京/上海增速分别为 40%、71%、20%；广州/深圳增速分别为 15%、70%、79%、其它所有城市增速分别为 9.2%、84.58%、79%，房产广告转移是从北京/上海——广州/深圳——其它城市。
  - 房产广告要想实现从线下到线上的加速转移，基本条件就是互联网普及率足够高，2011 年我国互联网普及率达到 38.3%，北京、上海、广东位居前三，超过 60%。结合收入增速和互联网普及率来看，北京/上海的收入增速 08 年开始加快（也可能更早，之前的数据无法考证），广州、深圳从 10 年开始，07 年北京、上海的互联网普及率分别为 46.60%、45.80%，09 年广东的互联网普及率为 51%，**我们基本可以认为，45% 的互联网普及率是一个地区房产广告具备加速转移的条件**， 2011 年我国已有 8 个省的互联网普及率超过 45%，2012 年更多，从房产网站月度覆盖人数也可以看出，2012 年又一次出现大的跃升，为未来的转移奠定了基础。
  - 2012 年房地产销售与往年相比有所好转，可预见 2013 年营销开支将会加大，我们判断未来几年行业会迎来以二、三线城市为主的第二波房产广告转移行情。

www.jztzw.net 中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图表1： 房产广告投放额及增速



图表2： 我国广告投放前 6 大行业



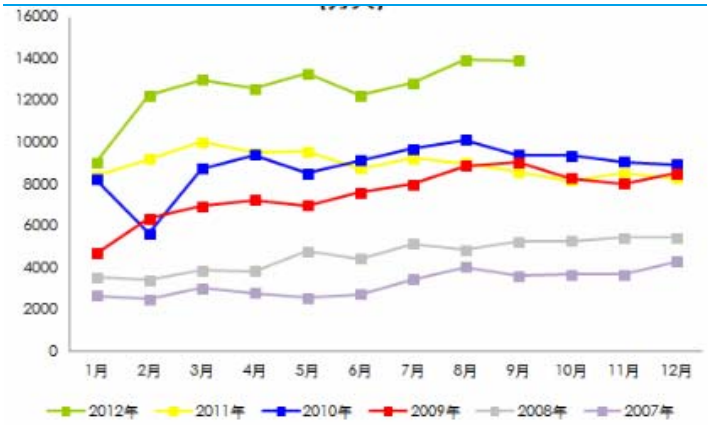
来源：艾瑞咨询，传媒蓝皮书，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

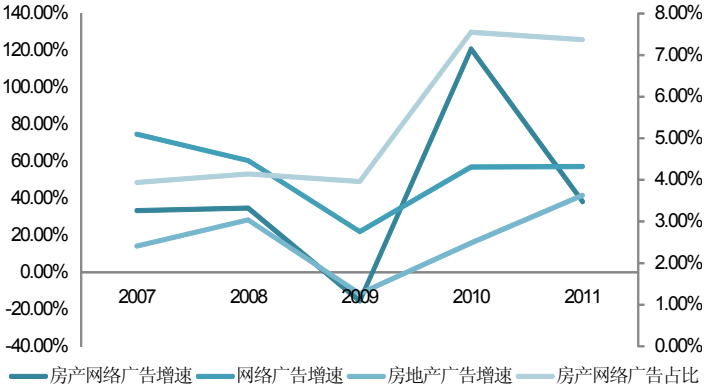
图表3：房产网络广告行业增速

来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表4：2012 年房产网站月度覆盖人数出现跃升

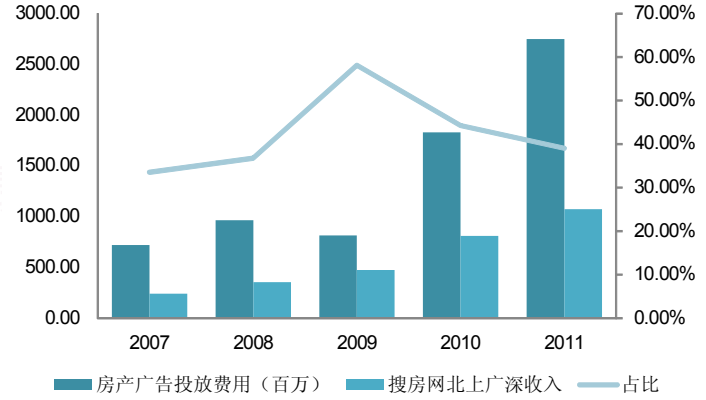


图表5：2010 年各类网络广告增速



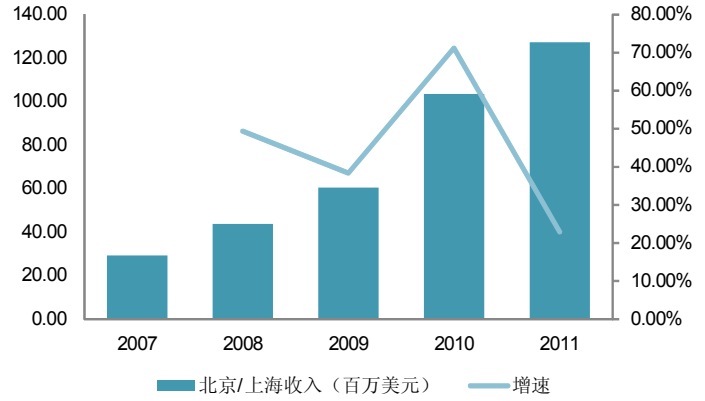
来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表6：2007-2011 年搜房网北上广深收入占比

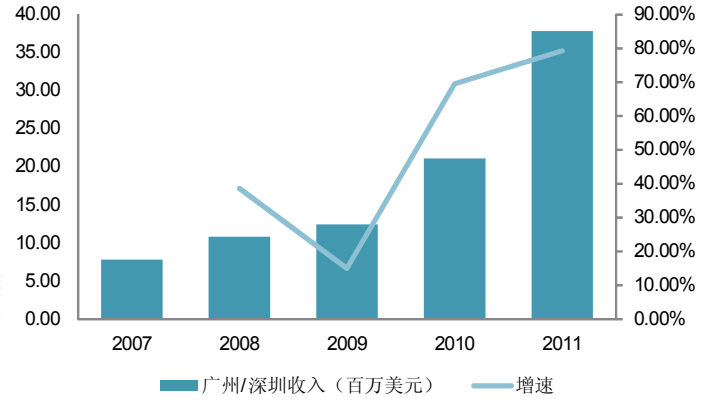


来源：艾瑞咨询，国金证券研究所

图表7：2007-2011 年搜房网北京/上海收入及增速

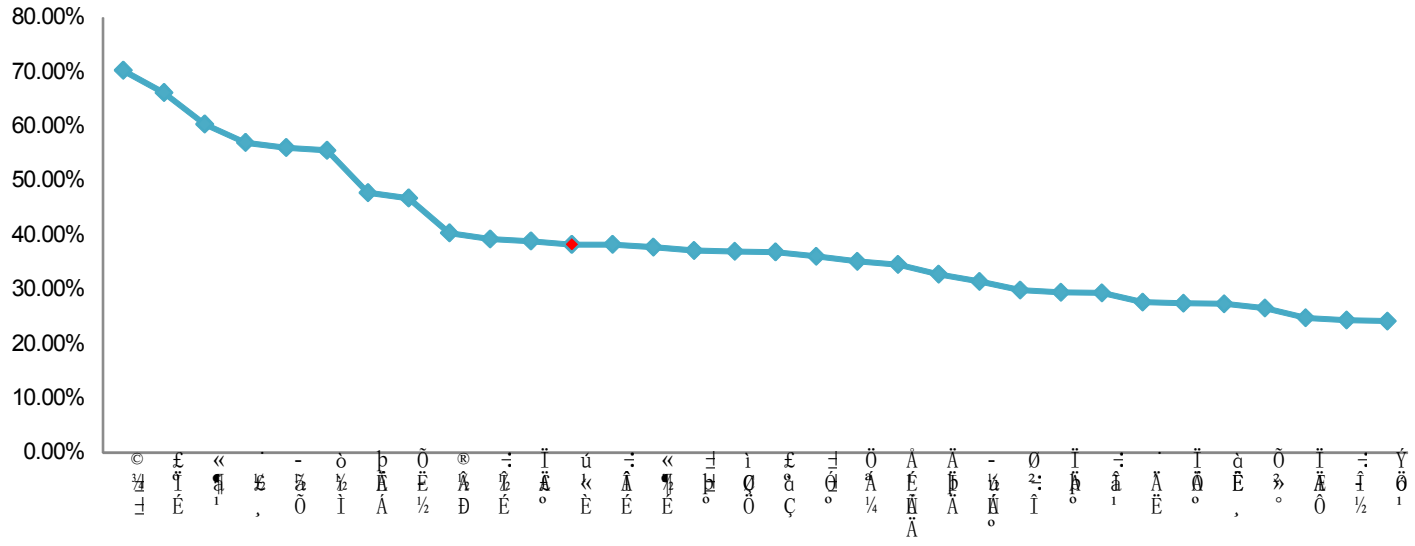


图表8：2007-2011 年搜房网广州/深圳收入及增速



来源：搜房网年报，国金证券研究所

图表9：2011 年我国所有省份互联网普及率

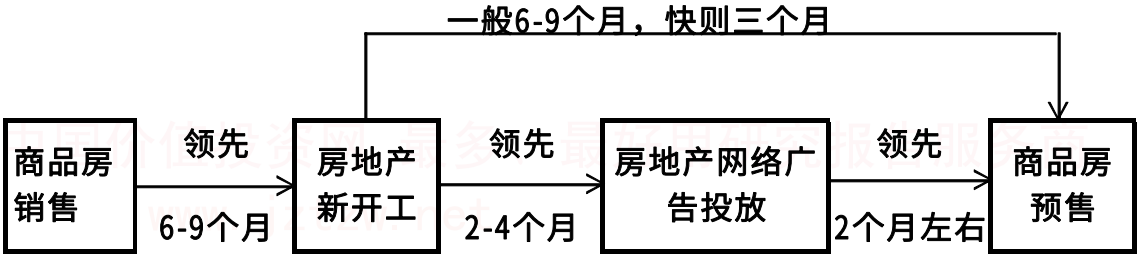


来源：国金证券研究所

短期影响：房地产扰动房产网络广告，负面因素逐渐减弱

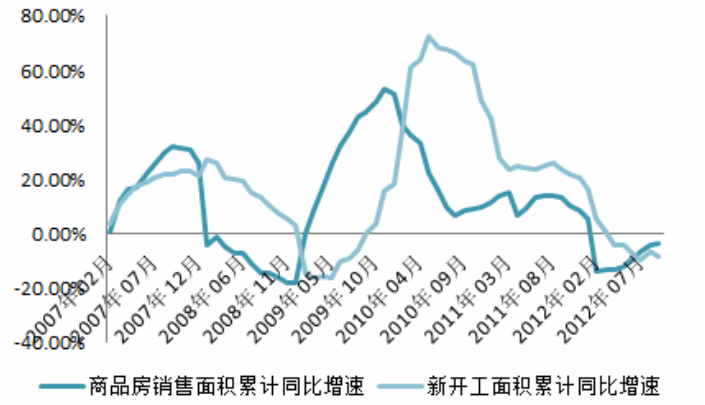
- 我们认为房产广告向网络转移是长期逻辑，能够保证行业整体增速趋势向上，下游房地产短期会扰动房产网络广告行业增速，但负面因素正逐渐减弱。几项重要指标的关系表现为：商品房销售领先新开工约 6-9 个月，新开工领先房产网络广告 2-4 个月。
  - **房地产行业两个重要的指标为商品房销售和新开工，两者之间的关系为商品房销售领先新开工约 6-9 个月。**单纯从销售和新开工每年的表现来看，销售最好的月份为 5、6、9、10 月，新开工集中在上半年，相对较好的月份为 2、3、5、6 月。在销售回暖的情况下，房产销售领先新开工是因为销售变好会加大之前新开项目的施工进度，调整新开工计划，之后竣工量会先上来，新开工开始上升。
  - 从以往的数据来看，新开工又领先房产网络广告 2-4 个月（单月增速），黄金期出现在 8-12 月。新开工和预售之间根据各地的条件不同有所不同，3-9 月不等，房产广告的投放主要是针对新房，销售回暖会刺激广告投放，而新开工回升则会提升房产广告投放量的高度。**因此销售出现回暖时我们就应该开始关注房产网络广告，当新开工出现回升时，房产网络广告的快速增长开始确定。**
  - 通过前几年数据图也可以验证我们的观点：**房产网络广告走势和房产销售趋势较为一致，但向上的弹性远远高于房产销售，向下的弹性却小于房产销售。房产广告的转移保证了房产网路广告行业增速趋势向上，估值中枢不会下移，而下游房地产在销售较好的情况下将会提升估值，在较差的情况下受影响较小，而且未来主要是二、三线城市的加速转移，没有一线城市宏观调控力度强，所以负面因素逐渐减弱。**

图表10：房地产行业主要指标传导关系



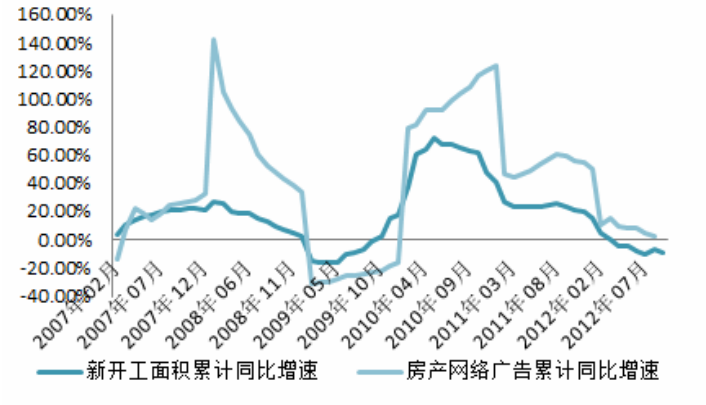
来源：国金证券研究所

图表11：商品房销售领先新开工 6-9 个月

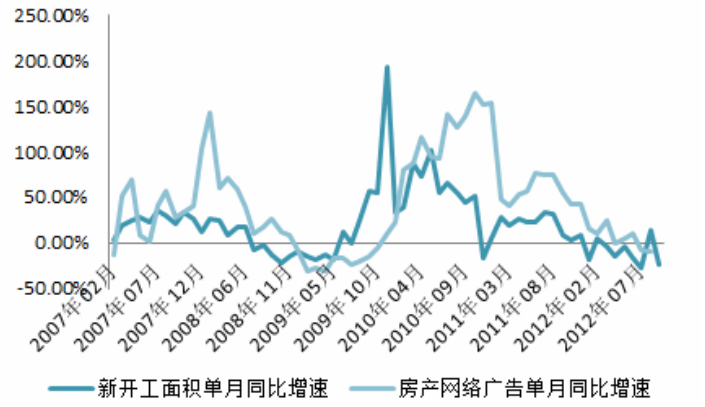


来源：国家统计局，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表12：新开工与房产网络广告累计增速基本同步

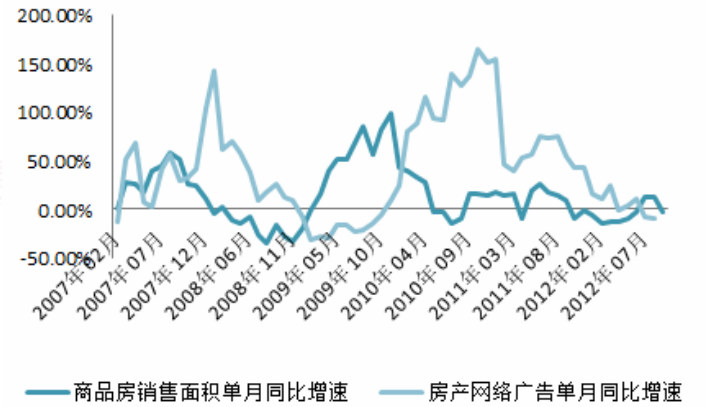


图表13：新开工单月增速领先房产网络广告 2-4 个月



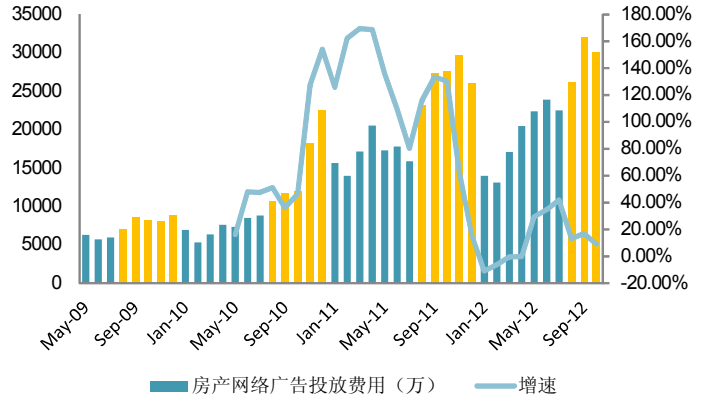
来源：国家统计局，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表14：商品房销售单月增速领先房产网络广告



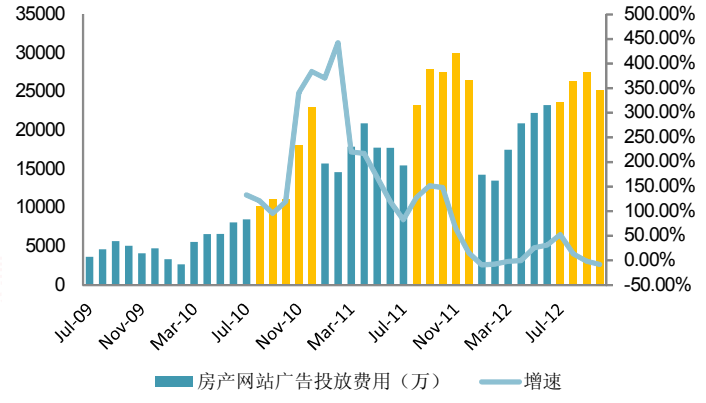
来源：国家统计局，艾瑞咨询，国金证券研究所

图表15：房产网络广告月度投放费用及增速



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表16：房产网站广告月度投放费用及增速



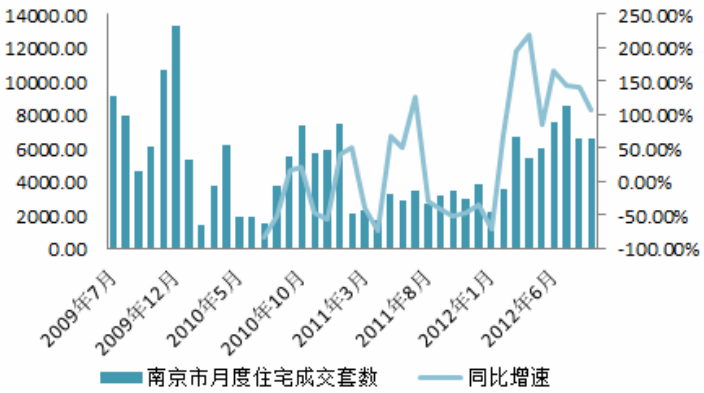
公司看点

内生增长：南京城建加快有望带来房产小高峰，合肥等地尚待开发

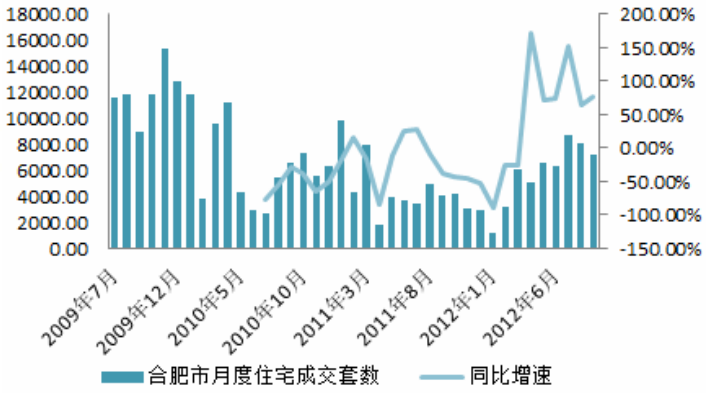
- 三六五网业绩的内生增长主要来自于南京、合肥、苏州、无锡四地，其中南京、合肥、苏州的发展较为顺利，而除南京外的其余三地还有较大的增长空间。
  - 上市前一共覆盖了 8 个城市，从排名来看，南京、合肥、芜湖排名第一，南京、芜湖处于绝对领先地位，在合肥略微领先第二名；苏州、无锡排名第二，与第一名差距不大；杭州排名第四。
  - 从商品房成交套数来看，合肥〉南京〉苏州〉无锡；从几个区域发展历程来看，南京（2006 年 1 月）为公司的大本营，苏州、合肥分别于 2007 年 6 月、2008 年 1 月收购当地较强的房产网站创建，无锡成立于 2007 年底，因此，南京、合肥、苏州的发展相对较为顺利。
  - 从收入来看，2012H1 南京、合肥、苏州、无锡的收入分别为 6819、2462、1547、968 万，**合肥、苏州、无锡的收入仅为南京的三分之一、四分之一、七分之一；而从商品房成交套数来看，合肥的市场与南京相差不大，苏州、无锡略小一些，再考虑到三六五网在当地的排名，我们认为这几个城市还有较大的增长空间。**
- 南京作为公司收入的主要来源，增速水平对业绩影响较大，经过分析我们认为南京地区收入增速呈缓慢下滑，若利好因素影响较大，也不排除增速出现回升的可能性。
  - 2013 年 8 月、2014 年 8 月第二届亚洲青年奥运会和世界青年奥运会都将在南京举办，虽规模小于北京 2008 年奥运会和 2010 年上海世博会，但南京轨交线建设明显加快，有可能会带来房地产市场的小高峰。
  - 2005 年年底南京一号线建成运营，到目前为止在运营的地铁仅有一号线、一号线南延线、二号线、二号线东延线，总长 83.5 公里；2011 年，南京市规划在 2014 青奥会前再建四条轨道交通，3 号线、10 号线、机场轻轨线一期工程、11 号线一期工程，新建线路总长 140 公里，总投资 800 亿元；2012 年 9 月 3 日，南京市发布《南京市加快推进城市国际化行动纲要（2012-2015 年）》，首度明确 2015 年前建成 8 条地铁线，运营里程将超过 300 公里，这 8 条线分别为地铁 3 号线、4 号线一期、10 号线一期，机场轻轨线（宁高一期）、宁天城际一期、宁和城际一期、宁高城际二期（禄口新城南站至高淳)、宁溧城际（禄口新城南站至溧水)。
  - 由此判断，在 2015 年之前，由于城市建设的加快，南京仍有望迎来房产市场小高峰，若此利好因素影响较大，不排除南京地区收入增速出现回升的可能性。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图表17：南京市月度住宅成交套数



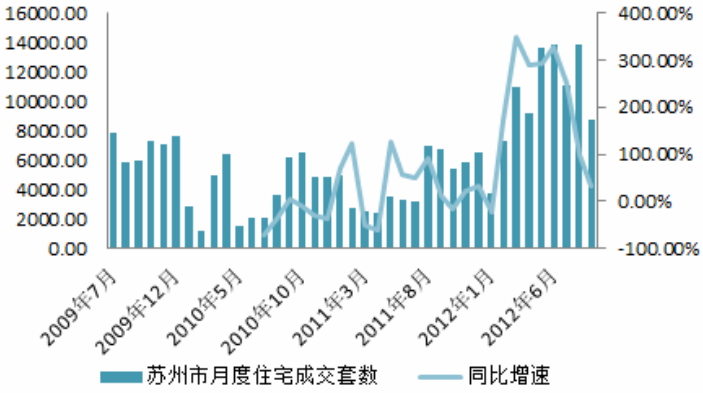
图表18：合肥市月度住宅成交套数



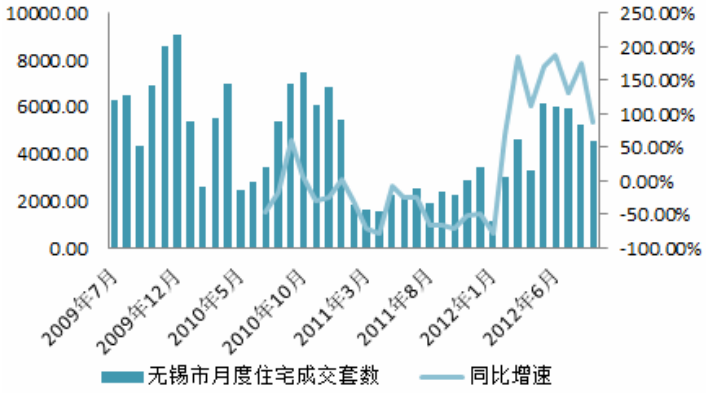
来源：网上房地产，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表19：苏州市月度住宅成交套数



图表20：无锡市月度住宅成交套数

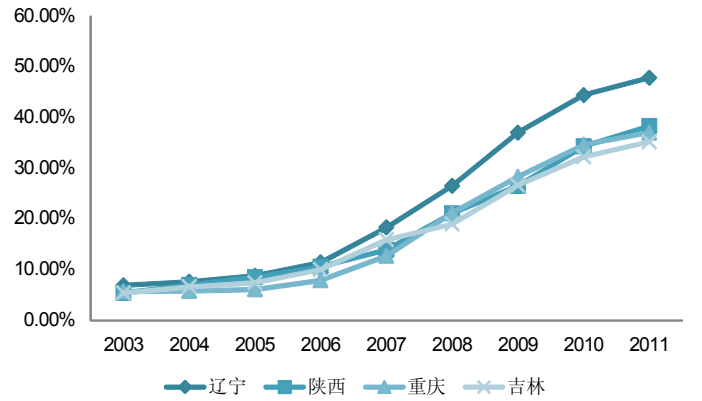


来源：网上房地产，国金证券研究所

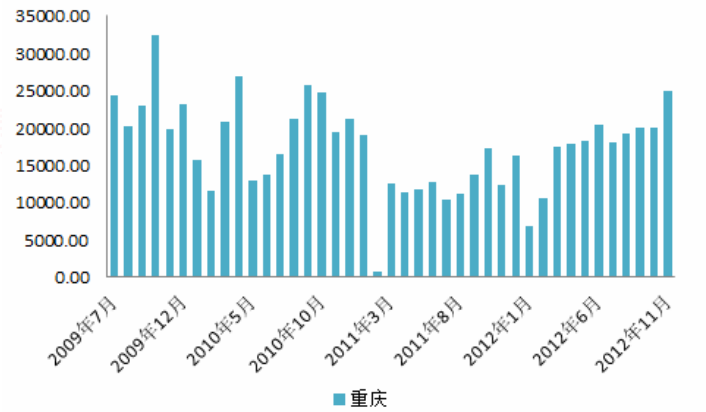
对外扩张：2013 年西安、重庆两城有望跨越盈亏平衡点

- **公司对外扩张的西安、重庆、沈阳已在今年陆续上线，我们预计西安、重庆两地明年极有可能跨越盈亏平衡点。**
  - 上市之后公司拓展的西安、重庆、沈阳三个城市分别于 2012 年 9 月 14 日、10 月 31 日、12 月 14 日举行上线仪式，目前西安站、重庆站已有部分广告商开始投放广告，长春站预计 2013 年上半年上线。
  - 截止 2011 年，公司所拓展的四个区域辽宁、西安、重庆、长春的互联网普及率分别为 47.80%、38.30%、37%、35.20%，预计 2012 年均将超过 40%，**已基本具备房产广告加速由线下到线上转移的条件。**
  - 从住宅成交套数来看，重庆〉沈阳〉西安〉长春，**房产广告的收入空间和住宅成交套数正相关，**单从量来看，西安、长春与三六五网已覆盖区域的南京、合肥相差不大，重庆、沈阳是南京的 2-3 倍，**四地的广告收入空间非常大，只要其中 1-2 城拓展顺利就会带来盈利的大幅提升。**
  - 目前西安、重庆两地发展较好的房产网站分别是西安八百家、西安搜房、西安焦点，重庆搜房、重庆焦点，从新城上线及广告投放时间来看，两地竞争并不是很激烈。搜房的年报中也披露其收入主要来自于北京/上海和其它 10 城，虽总覆盖城市达到 314 个，但大部分地区还未设立办公室，也未有广告收入。**三六五网的知名度与搜房、焦点等相比有很大差距，但在行业发展初期，我们认为所有公司都会受益。**
  - 新城的覆盖成本主要来自于人员增加， 2011 年销售人员年薪 8 万元，每年 10%左右涨幅，新城人员预计 40-60 人。**据公司介绍，扩张一个新城年投资在 500 万-1000 万之间，新城第一年亏损，第二年跨越盈亏平衡点。**我们以公司已拓展地区来看，无锡、常州分公司（新建分公司，非收购）分别于 07 年 12 月，08 年 9 月成立，无锡 09 年收入 600 万、常州 11 年 569 万，因两城都较小，的确在第二年跨越了盈亏平衡点。**目前西安、重庆两地员工约为 60 人，今年上线以来已取得一部分收入，我们预计 2013 年两城极有可能跨越盈亏平衡点。**

图表21：辽宁、陕西、重庆、吉林互联网普及率

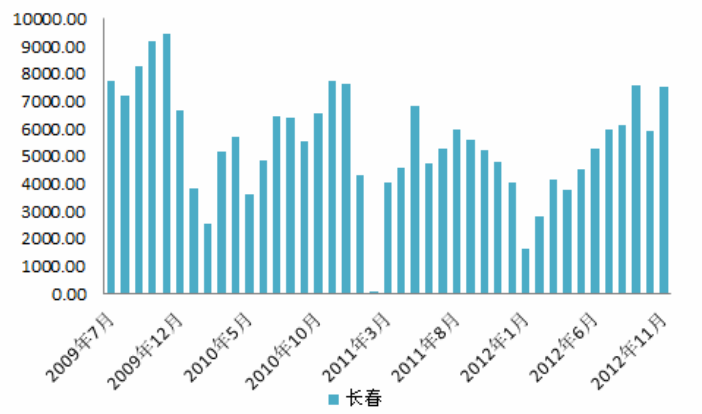


图表22：重庆月度住宅成交套数

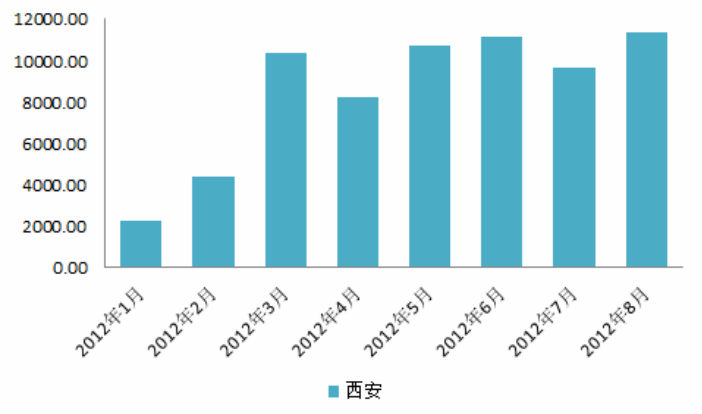


来源：CNNIC，港澳资讯，国金证券研究所

图表23：长春月度住宅成交套数



图表24：西安月度住宅成交套数



来源：港澳资讯，国金证券研究所

投资建议

- 考虑到 2013 年房产网络广告行业持续回暖及新增区域对收入有一定贡献，预计全年营业收入增速将高于 2012 年，且逐季增高（一季度淡季）；但 2012 年的政府补助在 2013 年并非可持续，且因为区域扩张短期内销售+管理费用不可能下滑，略微上调销售+管理费用率，同时略微上调利息收入；由此预计公司 2013-2014 年的 EPS 分别为 2.48、3.32 元，增速分别为 28%、34%。**每年 1-2 月为房产广告淡季，3 月公司小非解禁，维持“增持”评级，建议持续关注月度房产网络广告投放费用以确定广告线下到线上加速转移的时间点。**

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表25：三项报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	**100**	**149**	**230**	**300**	**412**	**546**
增长率		*49.3%*	*54.4%*	*30.7%*	*37.2%*	*32.6%*
主营业务成本	-5	-8	-13	-16	-22	-28
%销售收入	*5.0%*	*5.3%*	*5.7%*	*5.3%*	*5.2%*	*5.2%*
毛利	95	141	217	284	390	518
%销售收入	*95.0%*	*94.7%*	*94.3%*	*94.7%*	*94.8%*	*94.8%*
营业税金及附加	-7	-11	-18	-23	-31	-41
%销售收入	*7.2%*	*7.3%*	*7.7%*	*7.6%*	*7.6%*	*7.6%*
营业费用	-33	-49	-68	-101	-136	-177
%销售收入	*32.8%*	*32.7%*	*29.8%*	*33.7%*	*33.0%*	*32.5%*
管理费用	-17	-22	-43	-57	-76	-98
%销售收入	*16.7%*	*14.7%*	*18.7%*	*19.0%*	*18.5%*	*18.0%*
息税前利润（EBIT）	38	59	88	103	147	200
%销售收入	*38.3%*	*40.0%*	*38.2%*	*34.4%*	*35.7%*	*36.7%*
财务费用	1	1	2	11	13	16
%销售收入	*-0.5%*	*-0.6%*	*-0.7%*	*-3.5%*	*-3.1%*	*-2.9%*
资产减值损失	-2	0	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	36	60	89	113	159	216
营业利润率	*36.6%*	*40.7%*	*38.6%*	*37.7%*	*38.6%*	*39.5%*
营业外收支	0	1	0	10	2	3
税前利润	**37**	**61**	**89**	**123**	**161**	**218**
利润率	*37.1%*	*41.2%*	*38.7%*	*41.1%*	*39.1%*	*40.0%*
所得税	-7	-12	-17	-22	-29	-39
所得税率	*18.6%*	*19.6%*	*18.7%*	*18.0%*	*18.0%*	*18.0%*
净利润	30	49	72	101	132	179
少数股东损益	0	0	0	-2	0	2
归属于母公司的净	**30**	**49**	**72**	**103**	**132**	**177**
净利率	*30.1%*	*33.0%*	*31.5%*	*34.4%*	*32.1%*	*32.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	31	49	72	101	132	179
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	4	2	3	4	5	6
非经营收益	-2	0	-2	-10	-2	-3
营运资金变动	2	3	-11	3	-6	-7
经营活动现金净流	**35**	**55**	**63**	**97**	**129**	**175**
资本开支	-3	-3	-7	1	-10	-9
投资	5	0	0	0	0	0
其他	5	1	2	0	0	0
投资活动现金净流	**6**	**-3**	**-6**	**1**	**-10**	**-9**
股权募资	1	0	0	13	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-6	-6	-16	0	-7	-7
筹资活动现金净流	**-4**	**-6**	**-16**	**13**	**-7**	**-7**
现金净流量	**38**	**46**	**41**	**111**	**112**	**159**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	76	122	163	275	387	546
应收款项	14	17	30	32	44	58
存货	0	0	0	0	0	0
其他流动资产	1	2	3	2	2	2
流动资产	91	141	196	309	433	606
%总资产	*89.0%*	*99.5%*	*93.7%*	*94.0%*	*94.0%*	*94.6%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	6	0	0	9	8	6
%总资产	*6.1%*	*0.0%*	*0.0%*	*2.8%*	*1.7%*	*0.9%*
无形资产	4	0	3	10	19	28
非流动资产	11	1	3	20	27	34
%总资产	*11.0%*	*0.5%*	*1.5%*	*6.0%*	*6.0%*	*5.4%*
资产总计	**103**	**142**	**210**	**328**	**460**	**640**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	1	1	0	1	2	2
其他流动负债	8	11	16	26	31	38
流动负债	9	12	16	27	33	40
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	-8	0	0	0	0
负债	**9**	**5**	**16**	**27**	**33**	**40**
普通股股东权益	93	136	192	302	427	597
少数股东权益	1	1	1	-1	-1	1
负债股东权益合计	**103**	**142**	**210**	**328**	**459**	**638**

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.748	1.226	1.808	1.932	2.478	3.318
每股净资产	2.324	3.400	4.808	5.658	8.005	11.193
每股经营现金净流	0.886	1.365	1.581	1.825	2.419	3.281
每股股利	0.000	0.000	0.500	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	32.19%	36.05%	37.61%	34.15%	30.95%	29.64%
总资产收益率	29.16%	34.54%	34.50%	31.46%	28.80%	27.73%
投入资本收益率	33.10%	34.90%	36.87%	28.12%	28.27%	27.49%
增长率						
主营业务收入增长率	13.74%	49.29%	54.43%	30.70%	37.23%	32.56%
EBIT增长率	49.53%	55.98%	47.48%	17.69%	42.40%	36.49%
净利润增长率	89.35%	63.77%	47.55%	42.51%	28.23%	33.89%
总资产增长率	17.64%	38.26%	47.75%	64.45%	40.18%	39.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.2	35.2	34.4	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
应付账款周转天数	40.0	27.2	11.2	11.0	11.0	11.0
固定资产周转天数	23.1	#DIV/0!	#DIV/0!	11.2	6.9	3.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-81.52%	-89.13%	-84.53%	-91.35%	-90.83%	-91.25%
EBIT利息保障倍数	-73.5	-68.7	-57.4	-9.8	-11.4	-12.8
资产负债率	8.74%	3.48%	7.81%	8.20%	7.17%	6.29%

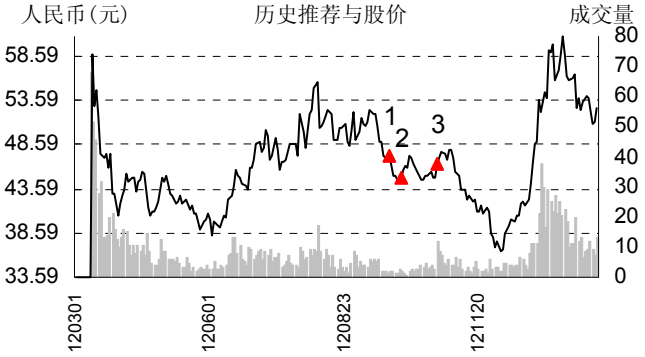
来源：公司公告，国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2012-09-19	增持	47.32	56.56 ~ 56.56
2	2012-09-26	增持	44.80	N/A
3	2012-10-25	增持	46.38	N/A

来源：国金证券研究所



www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－20%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）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“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券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。国金证券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，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

www.jztzw.net
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海
电话：(8621)-61038271
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳
电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518026
地址：深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net