

行业进入下半场 地产服务提供商发展空间广阔

推荐 (上调)

世联地产 (002285) 深度报告

风险评级: 一般风险

2013年09月10日

投资要点:

- ◇ **代理业务扩展空间广阔。** 房地产销售回暖, 带动一手销售代理业务稳步提升; 公司该项业务在市场上具备规模及竞争优势, 同时仍有广阔的扩展空间。保障公司未来几年业绩稳定增长。
- ◇ **行业朝着专业化方向发展 顾问服务越来越受重视。** 在“地王”与“鬼城”同现的现状下, 房地产开发商进入城市、区域或获取项目必更为谨慎。“拿错地、做错项目”所付出的代价是沉重的, 因此借助更专业的顾问服务来避免“犯错”将越来越受重视。
- ◇ **房地产服务将是行业的蓝海。** 目前我国城镇化率已超过50%, 存量房数量巨大并不断提升 (特别是在一、二线城市), 房地产产品服务需求增大, 将形成行业的蓝海。
- ◇ **金融服务发展前景广阔, 想象空间巨大。** 公司房地产金融业务处于起步阶段, 但凭借已经具备的资源优势 (客户资源, 资金获取方式), 迅速发展起来难度不高, 业务发展前景广, 想象空间巨大。
- ◇ **总结与投资建议。** 当前行业景气回升, 开发投资、销售将维持较高水平, 带来代理销售与顾问业务的稳定增长。在行业集中度提升过程中, 公司进一步抢占市场份额, 巩固行业地位与竞争优势可期。而房地产行业发展进入下半场, 存量房数量巨大, 衍生对房地产服务业的需求不可忽视。公司较早进入该领域, 同时凭借已具备的客户资源及规模优势, 业务拓展前景广阔; 金融服务业务也具有巨大的想象空间。公司当前业务布局已经从“节点”提升至“链条”, 更有利于充分利用自身的组织红利及渠道优势。看好公司的发展前景, 期待公司在未来几年持续较快的发展壮大。预测13年——14年EPS分别为0.73元和0.92元, 对应当前股价PE分别为20.5倍和16倍。上调公司投资评级至“推荐”。

◇ **风险提示。** 房地产代理销售或公司新业务发展低于预期
公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1,878.03	2,535.34	3,245.24	4,056.55
同比%	13.38	35.00	28.00	25.00
归属母公司净利润(百万元)	211.29	310.80	389.71	471.97
同比%	34.31	47.09	25.39	21.11
毛利率%	34.87	37.00	37.00	37.00
ROE%	13.99	16.97	18.47	19.28
每股收益(元)	0.65	0.73	0.92	1.11
每股净资产(元)	4.56	4.32	4.97	5.77
市盈率(倍)	23.09	20.41	16.28	13.44
市净率(倍)	3.28	3.46	3.01	2.59

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

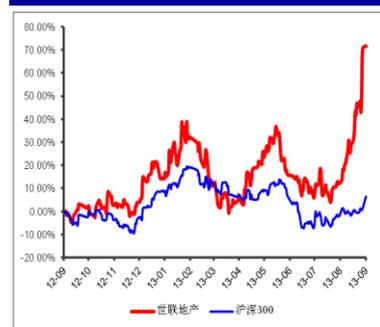
电话: 0755-23616029

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

主要数据 2013年09月10日

收盘价(元)	14.93
总市值(亿元)	63.35
总股本(百万股)	424.32
流通股本(百万股)	424.19
ROE (TTM)	18.29%
12月最高价(元)	16.40
12月最低价(元)	8.82

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

世联地产 (002285) 个股点评:
公司发展战略正确 2012/5/14

目录

1. 公司简介	8
2. 代理业务扩展空间广阔	3
2.1 房地产销售将维持稳定	3
2.2 公司代理业务具备竞争优势 扩展空间广阔	4
3. 行业朝着专业化方向发展 顾问服务越来越受重视	5
4. 房地产服务将是行业的蓝海	6
5. 金融服务发展前景广阔，想象空间巨大	7
6. 行业集中度提升，公司进一步抢占市场份额可期	8
7. 总结与投资建议	9

插图目录

图 1：12 年各项业务收入占比	3
图 2：13 年上半年各项业务收入占比	3
图 3：全国商品房销售面积同比增长	4
图 4：全国商品房销售金额同比增长	4
图 5：公司代理销售金额同比增长	5
图 6：公司代理业务营业收入	5
图 7：房地产开发投资同比增长	5
图 8：公司顾问业务营业收入	5
图 9：未来 40 年城市化进程预测	7
图 10：未来年均新增城镇人口预测	7
图 11：主要城市房地产代理销售公司前三名市场份额之和	8

表格目录

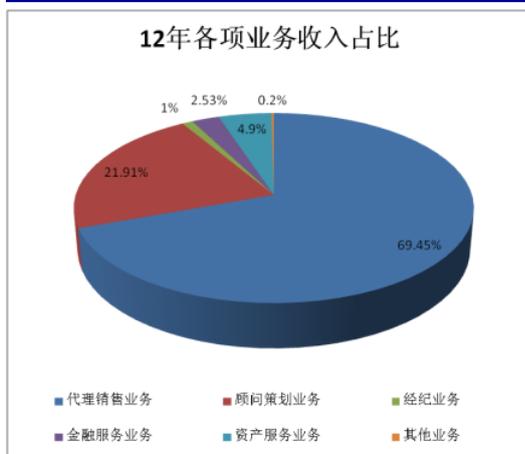
表 1：地区公司代理销售规模及收入变化	4
表 2：顾问业务执行合约数变化	6
表 3：物业管理项目数量	7
表 4：金融服务业务收益	7
表 5：四家上市房企中介代理企业市场份额变化	8

1. 公司简介

世联地产成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007 年，世联地产整体改制，成立深圳世联地产顾问股份有限公司。2009 年 8 月 28 日，世联地产在深圳证券交易所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。

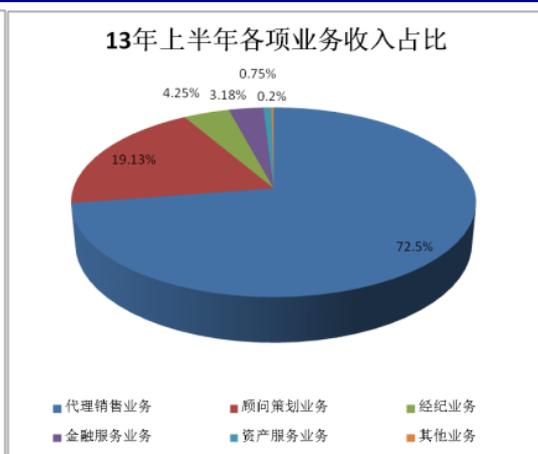
从 1993 年到 2013 年，世联地产走过了 20 个年头。在这 20 年里，公司做了两件事：第一个十年确立了主营业务；第二个十年完成了全国布局。当前其主要经营业务包括房地产一手销售代理、顾问策划业务、房地产资产服务、金融服务以及经纪业务等。经过过去 20 年的发展壮大，公司规模效应逐步显现。

图 1：12 年各项业务收入占比



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 2：13 年上半年各项业务收入占比



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

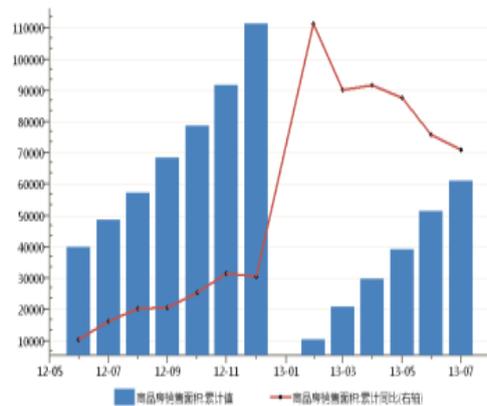
2. 代理业务扩展空间广阔

房地产销售回暖，带动一手销售代理业务稳步提升；公司该项业务在市场上具备规模及竞争优势，同时仍有广阔的扩展空间。保障公司未来几年业绩稳定增长。

2.1 房地产销售将维持稳定

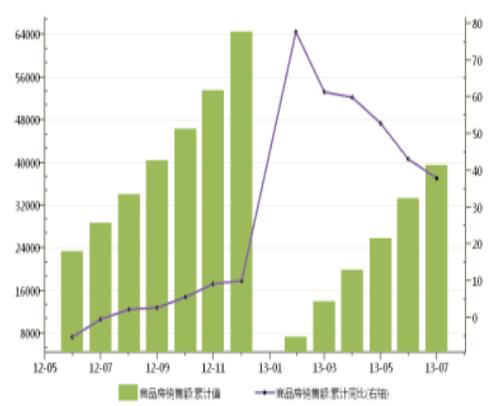
12 年下半年开始，全国房地产销售在刚需支持下开始走暖。而 13 年上半年房地产市场热销情况持续。1—6 月份全国商品房销售面积合计 5.1 亿平方米，同比上升 28.7%；销售金额合计 3.3 万亿，同比大增 43.2%，增幅明显。新任政府上台，领导层重申支持刚需购房；并且对限购、限贷等没有作过多的表述。我们前期行业报告的观点一直提到，新任领导层或将转变前任政府对房地产行业的调控思路。不单纯的在需求端控制交易，抑制房价上涨，而是以提高有效供应，通过差别化信贷等支持刚需购房，同时通过房产税等长效机制控制高端、投资性购房需求对整体房地产市场的过多影响。加上我国当前城镇化发展步伐仍稳步推进，房屋建设及需求仍将巨大，这些都支持未来楼市销售的稳定增长以及对一手销售代理业务的需求。

图 3：全国商品房销售面积同比增长



资料来源：东莞证券研究所，wind 咨询

图 4：全国商品房销售金额同比增长



资料来源：东莞证券研究所，wind 咨询

2.2 公司代理业务具备竞争优势 扩展空间广阔

我们认为，公司在过去 10 年能不失时机地完成全国性布局，很好地奠定其在该行业长期稳固的竞争优势。另外，公司一直坚守绝不做房地产开发，与开发商合作更畅通无阻。

公司在代理行业具备的规模及竞争优势，使公司能在行业中长期稳占龙头地位，击败竞争者，实现市场占有率的进一步提升。与过去 10 年相比，代理行业的门槛越来越高。尤其在前期策划方面，需要更为专业与知识的积累及沉淀；房地产行业下半场周期波动加剧，开发商付款期拉长，这需要公司具备良好的现金流控制能力；社会福利、人工等的刚性成本上升，在区域市场忽冷忽热条件下，只有具备规模优势的企业，才更能获取组织红利和平衡地区差异化带来的波动；同时在不少公司面对销售人员流动性大等挑战下，公司能为员工提供空间巨大的发展平台，从而很好地稳定团队及保有人才。这都是公司在过去 10 年通过积极扩展壮大形成的核心竞争力。

公司多年经验总结得出，收入 3000 万与 5000 万是两个门槛性指标；只要地区公司收入超过 3000 万就不大亏损；收入超过 5000 万，就能得到边际利润显著提高的效果。而公司据此来指导和激励地区公司规模升级至所在城市业务的领先阶段。12 年公司共有 17 家地区公司收入超过 5000 万，3000 万以下的还有 19 家，仍有很大的提升空间。同时公司坚持“大客户拓展、大区域裂变和核心成熟公司领先”三大策略，扩大业务市场份额。12 年代理销售额达 2111 亿元，同比增长 48%。今年上半年实现代理销售金额 1346 亿，同比增长 62.8%，全国市场份额为 4%，同比上升 0.5 个百分点。我们相信，公司凭借其具备的核心竞争优势，正确的发展策略，以及在房地产销售持续稳定增长的背景下，实现扩张壮大，提升市场份额可期。公司代理业务发展空间仍然广阔。

表 1：地区公司代理销售规模及收入变化

销售额规模	公司数目			收入规模	公司数目		
	2012年	2011年	2010年		2012年	2011年	2010年
超过100亿	9	2	2	过亿	2	2	2
50—100亿	6	11	8	7000万—1亿	5	5	2
30—50亿	7	5	6	5000—7000万	10	4	4
30亿以下	9	10	5	3000—5000万	0	6	6
				3000万以下	19	16	10

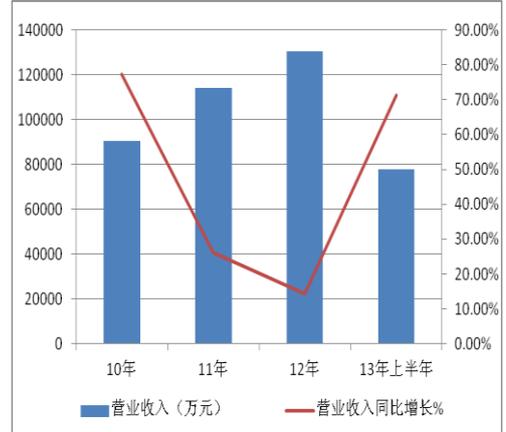
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 5：公司代理销售金额同比增长



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 6：公司代理业务营业收入



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

3. 行业朝着专业化方向发展 顾问服务越来越受重视

在“地王”与“鬼城”同现的现状下，房地产开发商进入城市、区域或获取项目必更为谨慎。“拿错地、做错项目”所付出的代价是沉重的，因此借助更专业的顾问服务来避免“犯错”将越来越受重视。

房地产行业进入白银时代，行业环境更为复杂多变。近些年调控不断，市场产品偏向刚需；近期“地王”频现的同时，也有不少地方出现空置率过高的所谓“鬼城”现象，这均更考验开发商对市场的判断能力。

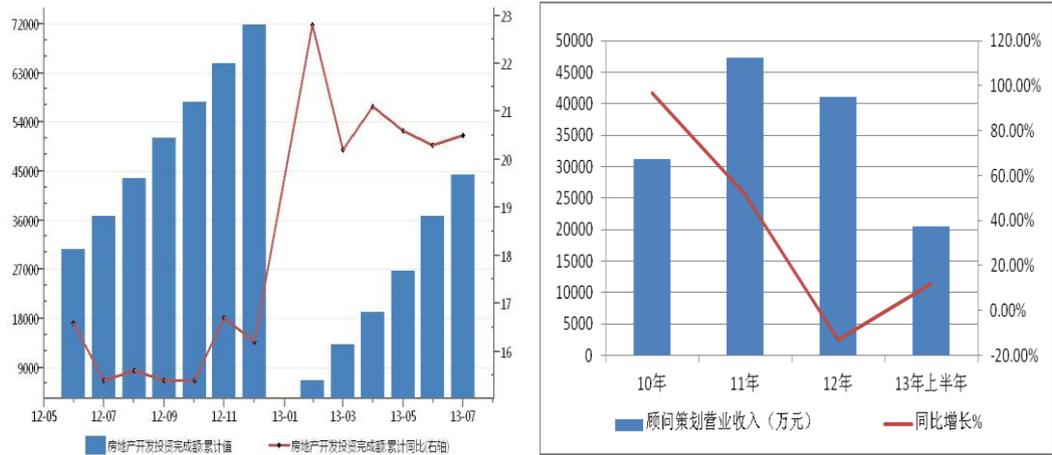
另一方面，房地产行业朝着专业化方向发展是一个趋势。在普遍以提高周转率为经营策略的环境下，通过专业的顾问业务，更能促使开发成功率、效率与效益的提升。再者，与代理业务相似，顾问策划业务在一个地区是否能扎根，做到一定规模是关键。因此公司的先行优势也就形成了对后来进入者的天然壁垒。

上半年楼市持续回暖，房地产开发投资稳步提升。1—6月合计开发投资金额 3.68 万亿，同比增长 20.3%，增速较上年同期提高 3.7 个百分点。而公司贯彻将顾问业务落地分公司的策略，快速响应客户需求，促进顾问业务的增长。13 年上半年顾问策划业务收入同比增长 11.72%。

总的来说，我们认为在房地产行业景气度持续情况下，未来开发投资将维持较高水平，公司顾问业务具备竞争及继续拓展的条件与优势。

图 7：房地产开发投资同比增长

图 8：公司顾问业务营业收入



资料来源：东莞证券研究所，wind 咨询

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

表 2：顾问业务执行合约数变化

项目	2012年	2011年	2010年
顾问业务年度执行合约数 (个)	737	718	565
其中：地方政府或土地运营机构策划项目数 (个)	42	30	44
房地产开发商策划项目数 (个)	695	688	521
顾问策划业务收入 (万元)	41155	47310	31142

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

4. 房地产服务将是行业的蓝海

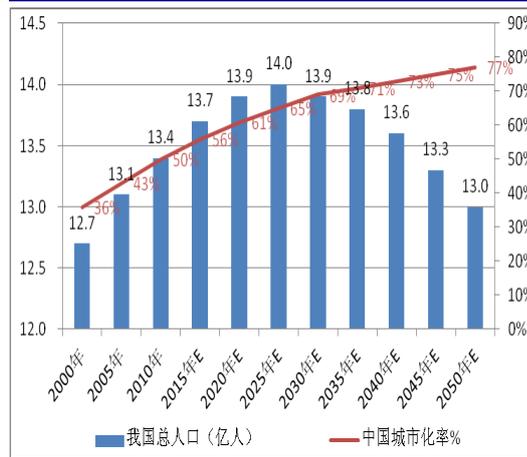
目前我国城镇化率已超过 50%，存量房数量巨大并不断提升（特别是在一、二线城市），房地产资产服务需求增大，将形成行业的蓝海。

公司资产服务业务为 2012 年并购的业务，是公司推进“集成服务”的一项重要举措。公司该项业务以拓展为核心，推进规模化发展。一方面利用主营业务的组织和渠道优势，在代理销售规模过百亿的城市分公司落实拓展对接人，推动资产服务落地分公司；另一方面深入研究新的服务模式，利用标杆项目影响和引导客户需求，优化完善业务包及工作建议书，提升拓展效率。

按公司发展规划，其主要服务内容将朝着物业管理（商业物业、住宅、酒店、公寓等的物业管理），房地产资产管理（对 REITS 等专业投资者提供的服务，以及对个人房产提供的管理服务），以及装修、签约交收等相关内容的协助等方向拓展，并不断研究创新服务模式。截止今年 7 月，公司已经签约但暂未交付的全委托物业管理项目有 3 个，收费面积约为 43.7 万平方米。

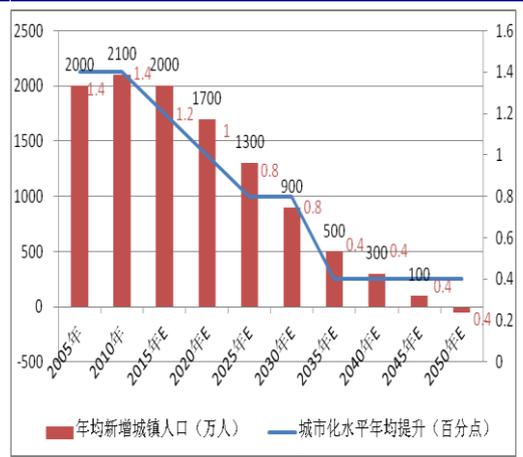
我们认为，房地产服务需求量在行业的下半场将愈加巨大，形成了行业的蓝海，同时公司凭借其已经具备的渠道、客户数据及资源等优势，更有利于业务发展从“节点”向“链条”的转变。公司该业务发展前景广阔。

图 9：未来 40 年城市化进程预测



资料来源：东莞证券研究所，联合国人口署

图 10：未来年均新增城镇人口预测



资料来源：东莞证券研究所，联合国人口署

表 3：物业管理项目数量

项目	2012年
新签约项目个数	8
管理项目个数	21
收费面积（万平方米）	6244
资产服务收入（万元）	9207

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

5. 金融服务发展前景广阔，想象空间巨大

2012 年公司完成了对盛泽金融的并购，世联金融正在积极探索利用主营业务机构客户和小业主资源发展房地产金融增值服务的新模式。13 年上半年公司在小额贷款、投资管理、现金赎楼及其他金融服务等业务上均获得一定收益。而未来的发展策略是，在进行严格风控的前提下，一方面加强现有成熟产品的发展，另一方面积极探索利用主营业务机构客户和小业主客户资源，开发新的房地产金融增值服务产品。我们认为，公司的房地产金融业务处于起步阶段，但凭借公司已经具备的资源优势（客户资源，资金获取方式），迅速发展起来难度不高，业务发展前景广，想象空间巨大。

而公司经纪业务方面并不会盲目扩张，反而缩减效益较差的分支机构，从而提升整体经营效益。

表 4：金融服务业务收益

业务类型	2012年9—12月		说明
	业务总量（万元）	营业收入（万元）	
按揭代理	3797	60.69	业务总量是指统计期间内公司为个人客户向机构申请的按揭贷款总额。公司根据贷款额的一定比例收取服务费，计入营业收入。
担保赎楼	12928	196.41	业务总量是指统计期间内公司为客户办理赎楼业务提供担保的总额。公司按担保总额的一定比例收取担保费用，计入营业收入。
现金赎楼	90129	1989.22	业务总量是指统计期间内公司为客户垫资办理赎楼业务的现金总额。公司按垫资总额的一定比例收取费用，计入营业收入。
小额贷款	17147	1757.96	业务总量是指统计期间内公司为客户发放的贷款总额。公司根据贷款额的一定比例一次性收取手续费，另外根据合同约定的利率以及贷款初始本金计息（含管理费），直至贷款全额结清。一般来税，确认业务收入对应的贷款额要大于该统计期间的业务总量。
其他金融服务	15000	741.3	业务总量是指统计期间内公司为客户提供投资管理、投资咨询或代理等金融服务的总额。公司根据服务规模总额的一定比例收取服务费，计入营业收入。
合计	139001	4745.58	

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

6. 行业集中度提升，公司进一步抢占市场份额可期

伴随着市场的转变，中国房地产服务企业的竞争格局也将随之改变。过去几年中国房地产服务企业的集中度快速提升，国内领先的四家上市房地产服务企业的代理销售市场份额已经从 2009 年的 4.9% 上升到 2012 年的 8%，三年时间提升了 3.1 个百分点，而我们认为未来这一趋势将进一步加速。

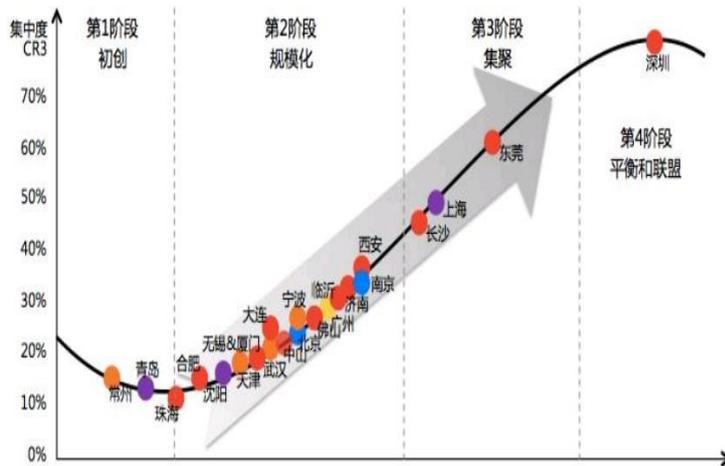
表 5：四家上市房企中介代理企业市场份额变化

公司	2009年		2012年	
	销售额	市场份额	销售额	市场份额
世联	579	1.30%	2111	3.30%
另3家	1607	3.60%	3041	4.70%
合计	2186	4.90%	5152	8.00%

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

根据科尔尼公司对全球近两万家公司持续跟踪，多数行业整合的典型模式是“S 曲线”。据观察，中国大部分城市的房地产代理市场正处于“规模化”向“聚集”转变的阶段，而深圳等成熟市场已经进入平衡阶段。平衡阶段的典型特征是：处于领导地位 2 至 3 家企业会占据绝大部分市场份额，其他竞争者影响力和市场份额极为有限。而世联地产作为行业中的龙头公司之一，未来进一步抢占市场份额可期。

图 11：主要城市房地产代理销售公司前三名市场份额之和



资料来源：东莞证券研究所，公司年报

7. 总结与投资建议

总的来说，我们认为当前房地产行业景气度回升，开发投资、销售量等将维持在较高水平，带来公司主营业务——代理销售与顾问业务的稳定增长。在行业集中度提升过程中，公司进一步抢占市场份额，巩固行业地位与竞争优势可期。

而房地产行业发展进入下半场，存量房数量巨大，衍生对房地产服务业的需求不可忽视。公司较早进入该领域，同时凭借已具备的客户资源及规模优势，业务拓展前景广阔；金融服务业务也具有巨大的想象空间。

另一方面，作为一家以服务为主的轻资产类企业，公司资金回报率一直较高，并且预计未来通过收购更多的物业管理类公司，扩展资产服务业务，整体资金回报率将有进一步提升的过程。公司当前业务布局已经从“节点”提升至“链条”，更有利于充分利用自身的组织红利及渠道优势。看好公司的发展前景，期待公司在未来几年持续较快的发展壮大。

预测 13 年——14 年 EPS 分别为 0.73 元和 0.92 元，对应当前股价 PE 分别为 20.5 倍和 16 倍。上调公司投资评级至“推荐”。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1,878.03	2,535.34	3,245.24	4,056.55
营业成本	1,223.20	1,597.27	2,044.50	2,555.63
营业税金及附加	106.79	144.51	184.98	231.22
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	231.48	334.67	438.11	567.92
财务费用	-16.22	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	35.05	12.68	16.23	20.28
其他经营收益	3.60	5.00	5.00	5.00
营业利润	301.33	451.22	566.43	686.50
利润总额	305.89	453.72	568.93	689.00
减 所得税	79.52	122.50	153.61	186.03
净利润	226.37	331.22	415.32	502.97
减 少数股东损益	13.70	20.42	25.60	31.01
归母公司净利润	211.29	310.80	389.71	471.97

资产负债表				
科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,019.36	1,280.00	1,449.00	1,632.00
应收账款	386.46	304.24	389.43	486.79
预付账款	38.81	71.88	92.00	115.00
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	272.60	130.27	165.76	206.33
流动资产合计	1,717.24	1,786.39	2,096.19	2,440.12
长期股权投资	12.07	10.00	10.00	10.00
固定资产合计	223.81	265.59	334.89	402.55
长期待摊费用	10.34	1.55	0.23	0.03
其它	232.95	300.03	350.00	450.00
非流动资产合计	479.17	577.17	695.12	862.59
资产总计	2,196.41	2,363.55	2,791.32	3,302.71
短期借款	25.50	38.03	48.68	60.85
应付账款	19.57	19.17	24.53	30.67
预收款项	18.62	19.17	24.53	30.67
其它	760.21	424.45	513.90	616.13
流动负债合计	823.90	500.82	611.65	738.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	823.90	500.82	611.65	738.31
实收资本	326.40	424.32	424.32	424.32
资本公积	556.43	556.43	556.43	556.43
留存收益及其它	627.98	850.42	1,129.33	1,467.11
所有者权益合计	1,510.81	1,831.17	2,110.09	2,447.87

现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
净利润	226.37	331.22	415.32	502.97
折旧与摊销	66.44	39.94	39.77	49.13
财务支出	8.98	-2.20	-1.79	-2.19
投资损失	-3.60	-5.00	-5.00	-5.00
净营运资本变动	-71.48	-144.04	-40.63	-46.43
经营活动现金流	225.34	219.93	407.67	498.48
资本支出	-66.11	-137.94	-157.73	-216.60
其它投资	2.00	5.00	5.00	5.00
投资活动现金流	-64.11	-132.94	-152.73	-211.60
股权融资	0.00	97.92	0.00	0.00
债券融资	51.50	12.53	10.65	12.17
股利分配及其它	-95.59	-106.58	-134.61	-163.00
筹资活动现金流	-44.09	3.87	-123.96	-150.83
货币资金净变动	117.14	90.85	130.98	136.05

主要财务比率				
科目	2011A	2012E	2013E	2014E
成长能力(YOY)				
营业收入	13.38%	35.00%	28.00%	25.00%
营业利润	10.58%	49.74%	25.53%	21.20%
归母公司净利润	34.31%	47.09%	25.39%	21.11%
盈利能力				
销售毛利率	34.87%	37.00%	37.00%	37.00%
销售净利率	11.25%	12.26%	12.01%	11.63%
ROE	13.99%	16.97%	18.47%	19.28%
ROIC	13.73%	15.84%	18.10%	19.74%
偿债能力				
资产负债率	37.51%	21.19%	21.91%	22.35%
流动比率	2.08	3.57	3.43	3.31
速动比率	2.08	3.57	3.43	3.31
营运能力				
资产周转率	0.95	1.11	1.26	1.33
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
应收账款周转率	6.05	7.34	9.36	9.26
每股指标				
每股收益	0.65	0.73	0.92	1.11
每股经营现金流	69.04	51.83	96.08	117.48
每股净资产	4.56	4.32	4.97	5.77
每股股利	0.30	0.26	0.32	0.39
估值指标				
PE	23.09	20.41	16.28	13.44
PB	3.28	3.46	3.01	2.59

负债和权益总计	2,334.71	2,331.99	2,721.73	3,186.18	EV/EBITDA	14.08	10.81	8.74	7.18
---------	----------	----------	----------	----------	-----------	-------	-------	------	------

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn