

**更名世联行 发展新战略正式启航**

世联行 (002285) 研究报告

**推荐** (维持)

风险评级: 一般风险

2014年1月13日

**投资要点:**

- ◇ **代理销售额增速超5成 市场份额提升明显。**13年累计代理销售额3175亿元, 增长50.40%。全年代理销售突破3000亿, 保障后续盈利快速增长。预测13年市场占有率将进一步提升至4.3%—4.5%。预测四季末未结代理收入约20.5亿, 已锁定13年业绩及14年预测收入约三成, 代理销售业务发展令人满意。总的来说, 公司代理销售收入占公司总收入比例约七成, 当前主业稳步较快发展, 市场占有率提升明显, 未来业绩及公司规模稳定上升值得期待。
- ◇ **O2M模式启动 提升想象空间巨大。**公司证券简称由原“世联地产”变更为“世联行”。其在发展战略上作出新部署, 积极扩宽盈利范围、优化盈利模式正式启动。基于大数据及移动互联网技术迅速发展, 公司看到通过新技术, 结合本身的有效资源, 更好地整合房地产综合服务产业链与资源的必要性与商机, 具备很强的战略发展目光。公司多维一体化立体服务体系初步形成, 未来提升的想象空间巨大。
- ◇ **公司继续积极布局金融服务业务。**12年完成对盛泽金融并购, 世联金融正积极探索利用主业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年上半年金融服务业务合计收入3408万, 占公司总收入约3个百分点。同时对世联信贷进行股权收购暨增资, 进一步加大金融服务业投入, 继续做大该业务值得期待。
- ◇ **总结与投资建议。**公司集销售代理、顾问策划、房地产资产管理、金融服务、估价等多维一体化服务体系, 业务布局从“节点”提升至“链条”。看好其发展前景, 上调公司盈利预测, 预计13年—14年EPS分别为0.77元和0.98元, 对应当前股价PE分别为23倍和18倍。维持公司“推荐”投资评级, 建议投资者积极关注。
- ◇ **风险提示。**房地产代理销售或公司新业务发展低于预期

何敏仪

SAC 执业证书编号:

S0340513040001

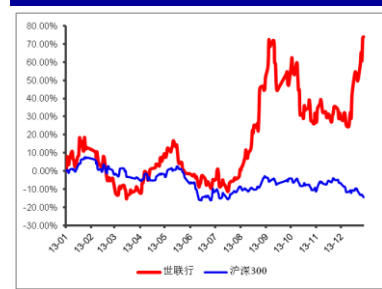
电话: 0755-23616029

邮箱: hmy@dgzq.com.cn

**主要数据 2014年1月10日**

收盘价(元)	17.71
总市值(亿元)	75.15
总股本(百万股)	424.32
流通股本(百万股)	424.19
ROE (TTM)	20.68%
12月最高价(元)	18.10
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

**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	2,666.81	3,626.85	4,533.57
同比%	13.38	42.00	36.00	25.00
归属母公司净利润(百万元)	211.29	326.65	417.55	526.86
同比%	34.31	54.60	27.83	26.18
毛利率%	34.87	37.00	36.30	37.00
ROE%	13.99	17.73	19.50	20.92
每股收益(元)	0.65	0.77	0.98	1.24
每股净资产(元)	4.56	4.32	4.97	5.77
市盈率(倍)	27.36	23.01	18.00	14.26
市净率(倍)	3.89	3.46	3.01	2.59

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

**相关报告**

世联地产 (002285) 深度报告: 行业进入下半场 地产服务提供商发展空间广阔 2013/9/10

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	3
2. 代理销售业务实现快速增长 未来扩展空间仍广阔	3
2.1 代理销售额增速超 5 成 市场份额提升明显	3
2.2 公司代理业务具备竞争优势 扩展空间广阔	4
3. O2M 模式启动 提升想象空间巨大	5
4. 公司继续积极布局金融服务业务	6
5. 总结与投资建议	7

## 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

## 表格目录

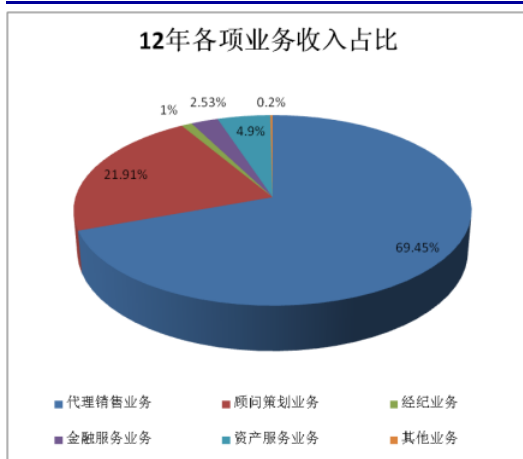
表 1：地区公司代理销售规模及收入变化	4
表 2：金融服务业务收益	6

## 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。

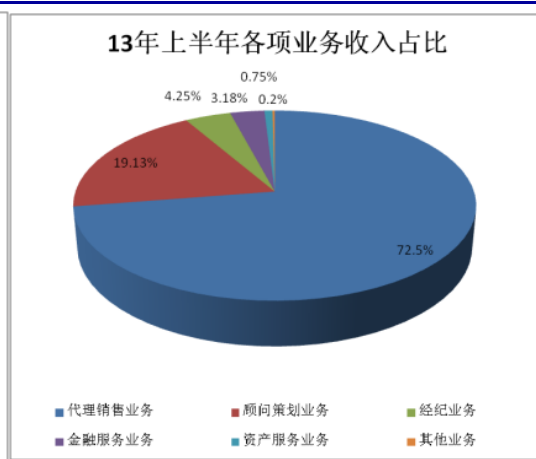
从 1993 年到 2013 年，世联地产走过了 20 个年头。在这 20 年里，公司做了两件事：第一个十年确立了主营业务；第二个十年完成了全国布局。经过 20 年发展，世联目前拥有子公司(含控股公司)43 家，代理业务覆盖 70 多个城市，顾问业务遍及 300 多个城市。2011 年，公司代理销售金额达 2111 亿，市场占有率达 3.3%；13 年全年代理销售金额突破 3000 亿，市场占有率进一步提升至约 4.5%水平。公司目前集销售代理、顾问策划咨询、房地产资产管理、金融服务、估价等多维一体化立体服务体系初步形成，未来在各方向协同发展，加速成长壮大值得期待。

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. 代理销售业务实现快速增长 未来扩展空间仍广阔

### 2.1 代理销售额增速超 5 成 市场份额提升明显

2013 年 1-12 月份公司累计实现代理销售金额 3175 亿元，比上年同期增长 50.40%，增幅明显。全年代理销售金额突破 3000 亿，这将有力保障公司后续盈利的快速增长，同时市场占有率进一步提升，行业龙头地位稳固。

2009 年 8 月世联成功在深交所上市，上市以来，世联代理销售额和收入远超市场和开发企业增速，2012 年世联实现代理销售额 2,111 亿元，收入 18.8 亿元，三年的复合增长率分别为 54%和 37%。12 年公司市场份额达 3.3%，较 2011 年提高 0.9 个百分点，较 2009 年提高 2 个百分点。我们预测 13 年公司全年代理销售金额占全国商品房销售金额比例将进一步提升，达到约 4.3%—4.5%，将较 12 年提升约 1 个百分点至 1.2 个百分点。

13 年前三季度公司累计未结算代理销售金额约 1707 亿，第四季度公司累计实现代理销售金额 967 亿，第四季代理销售金额较上年同期增长达 36.97%。我们预测四季末公司未结代理收入约 20.5 亿，已经锁定 13 年全年业绩及 14 年预测收入约三成，代理

销售业务发展令人满意。总的来说，公司代理销售收入占公司总收入比例约七成，当前主业稳步较快发展，市场占有率提升明显，未来业绩及公司规模稳定上升值得期待。

图 3：全国商品房销售面积同比增长

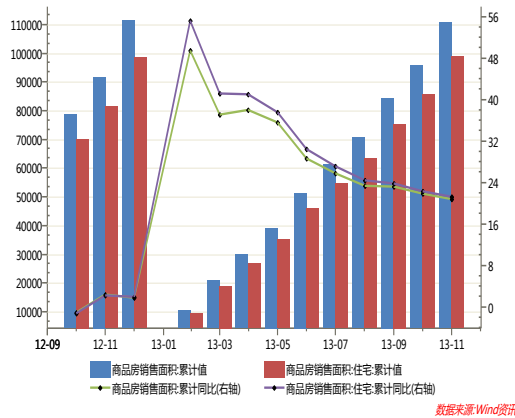
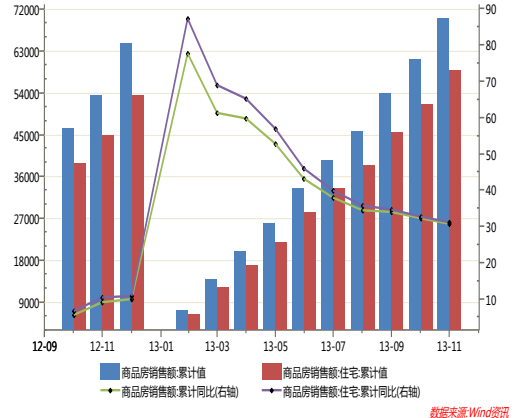


图 4：全国商品房销售金额同比增长



资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

资料来源：东莞证券研究所，wind 资讯

## 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。而这种竞争力在房地产行业当前集中度不断提升情况下，在未来一段时间将进一步凸显出来。

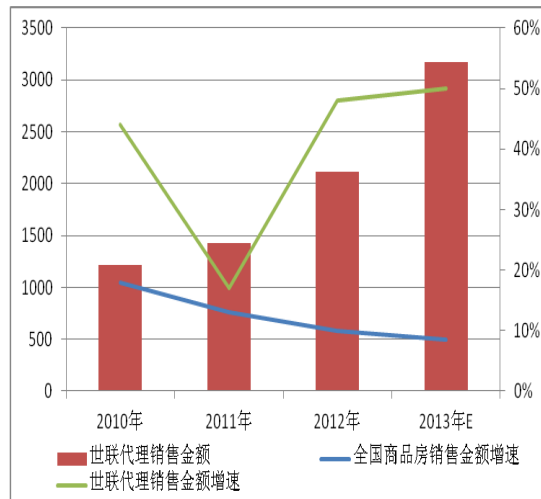
公司多年经验总结得出，收入 3000 万与 5000 万是两个门槛性指标；只要地区公司收入超过 3000 万就不大亏损；收入超过 5000 万，就能得到边际利润显著提高的效果。而公司据此来指导和激励地区公司规模升级至所在城市业务的领先阶段。12 年公司共有 17 家地区公司收入超过 5000 万，3000 万以下的还有 19 家，仍有很大的提升空间。同时公司坚持“大客户拓展、大区域裂变和核心成熟公司领先”三大策略，扩大业务市场份额。2010 年至 2012 年，世联大客户个数从 10 家升至 14 家；大客户销售额复合增长率为 34%；2012 年达 681 亿元，大客户销售额已占世联代理销售额的 32%。世联的大客户渗透率已经从 2010 年的 9% 稳步上升至 2012 年的 11%。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

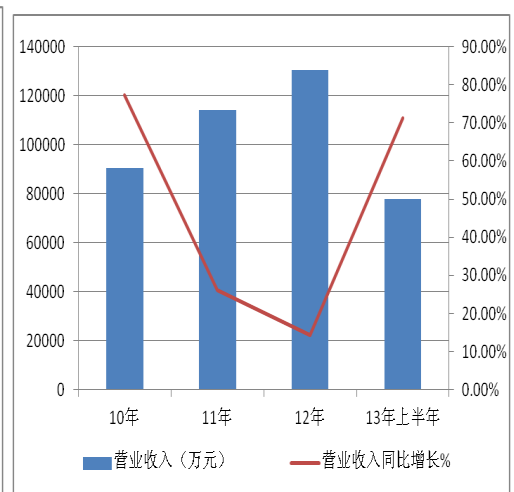
资料来源：东莞证券研究所，公司公告

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. O2M 模式启动 提升想象空间巨大

公司于 2013 年 12 月 18 日公告了《关于变更公司名称的公告》，公司中文名称由原“深圳世联地产顾问股份有限公司”变更为“深圳世联行地产顾问股份有限公司”。公司证券简称由原“世联地产”变更为“世联行”。

公司经过 20 年发展，在代理、顾问业务完成全国化布局、取得全国领先优势的基础上，公司开始对机构客户与小业主资源的叠加增值服务进行积极地探索，建设基于大数据和移动互联网的置业者服务系统、世联信贷互联网金融系统，将公司打造成集代理、顾问、金融、资管等多项业务为一体的房地产综合服务平台。为客户提供一站式、平台化、交叉交互式的房地产增值服务。为符合战略发展需要，明确公司作为服务机构及交易平台的属性，决定将其证券简称进行变更。

我们认为，公司本次变更名称，其在发展战略上作出新部署，积极拓宽盈利范围、优化盈利模式正式启动。

经过前期 20 年在行业中的发展与积累，公司已经搭建了一个与开发商以及购房者紧密联系的关系网以及服务平台，积累了大量宝贵的客户资源以及数据。而基于当前大数据及移动互联网技术迅速发展背景下，公司看到了通过此类新技术，结合本身的有效资源，更好地整合房地产综合服务产业链与资源的必要性与商机，具备很强的战略发展目光。

公司表示，“祥云战略”将是其未来 10 年发展的纲领，核心将是 O2M 模式。O 是 Off line、



Organization，代表线下组织能力的建设与打造；M 是 Mobile Internet、Middle office，代表移动互联解决方案，和以数据分析、客户定制、产品设计构成的中台能力。O2M 即是基于地域的线下专业销售团队的有效集合，与线上中台为客户订制服务的能力相结合的全新服务体系。通过此模式，公司整合多种业务，为客户提供一站式、平台化、交叉交互式的房地产增值服务，将能最大限度地实现客户价值，也将更直接迅速地提升客户对公司的依赖程度。公司战略发展进入一个新台阶，将不会仅是简单的代理销售公司，多维一体化立体服务体系初步形成，未来提升的想象空间巨大。

#### 4. 公司继续积极布局金融服务业务

公司 13 年 12 月底发布公告，拟按世联信贷注册资本金额，收购盛泽担保持有世联信贷 42%的股权、支付盛泽担保股权转让款 2,100 万元；收购世联投资持有世联信贷 29%的股权、支付世联投资股权转让款 1,450 万元；收购完成后公司直接持有世联信贷 100%的股权，股权转让款合计 3,550 万元。同时拟对世联信贷增资 2.5 亿元，完成增资后世联信贷注册资本金额为 3 亿元。

公司积极加大房地产金融服务业的布局，对世联信贷进行股权收购暨增资，是顺应房地产行业下半场趋势（房地产行业下半场，自住型刚需购房、普通商品房销售将是行业的主流与主要支撑），将能更好地实现其业务协同效应；符合以客户为中心的理念，可以进行客户端整合，提供集成服务，实现全国一体、垂直整合的房地产服务综合服务商的世联发展战略。而世联信贷的项目净现值为 4,968 万元，预测内含报酬率为 24%，项目经济效益可行。公司进一步加大金融服务业投入，未来继续做大该类业务值得期待。

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，金融服务业务半年合计收入 3408 万，占公司总收入约 3 个百分点。

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，公司积极发展、扩大房地产金融业务意图明显，同时该业务资金收益率可观。凭借公司已经具备的资源优势，同时通过上述资源、服务平台的进一步整合与优化，金融服务业迅速发展起来难度不高，业务发展前景广。此业务同样具备巨大的想象空间。

#### 表 2：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。
<b>合计</b>	<b>139001</b>	<b>4745.58</b>	

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

## 5. 总结与投资建议

公司 13 年代理销售金额突破 3000 亿，代理销售收入以及代理业务的市场份额均有较大幅度的提升。这将有力支撑公司业绩，同时也有力地说服前期投资者对于公司主营业务成长性的质疑。

公司经过 20 年发展与积累，当前凭借大数据及移动互联网等先进技术，积极整合内部资源与业务，新的盈利模式与发展战略部署将带领公司的发展进入一个新台阶，广阔的成长空间已被打开。而继续积极加大金融服务业的布局，将很好地培育未来又一业绩增长点，该业务发展值得我们期待。

公司目前集销售代理、顾问策划咨询、房地产资产管理、金融服务、估价等多维一体化立体服务体系初步形成，业务布局已经从“节点”提升至“链条”。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。上调公司盈利预测，预计 13 年—14 年 EPS 分别为 0.77 元和 0.98 元，对应当前股价 PE 分别为 23 倍和 18 倍。维持公司“推荐”投资评级，建议投资者积极关注。

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
<b>营业总收入</b>	<b>1,878.03</b>	<b>2,666.81</b>	<b>3,626.85</b>	<b>4,533.57</b>
营业成本	1,223.20	1,680.09	2,310.31	2,856.15
营业税金及附加	106.79	152.01	206.73	258.41
销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	231.48	352.02	489.63	634.70
财务费用	-16.22	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	35.05	13.33	18.13	22.67
<b>其他经营收益</b>	<b>3.60</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>	<b>5.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>301.33</b>	<b>474.36</b>	<b>607.06</b>	<b>766.64</b>
<b>利润总额</b>	<b>305.89</b>	<b>476.86</b>	<b>609.56</b>	<b>769.14</b>
减 所得税	79.52	128.75	164.58	207.67
<b>净利润</b>	<b>226.37</b>	<b>348.11</b>	<b>444.98</b>	<b>561.47</b>
减 少数股东损益	13.70	21.46	27.43	34.61
<b>归母公司净利润</b>	<b>211.29</b>	<b>326.65</b>	<b>417.55</b>	<b>526.86</b>
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	320.02	435.22	544.03
预付账款	38.81	75.60	103.96	128.53
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	272.60	136.84	184.84	230.18
<b>流动资产合计</b>	<b>1,717.24</b>	<b>1,812.46</b>	<b>2,173.03</b>	<b>2,534.73</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>479.17</b>	<b>577.17</b>	<b>695.12</b>	<b>862.59</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,196.41</b>	<b>2,389.63</b>	<b>2,868.15</b>	<b>3,397.32</b>
短期借款	25.50	40.00	54.40	68.00
应付账款	19.57	20.16	27.72	34.27
预收款项	18.62	20.16	27.72	34.27
其它	760.21	441.02	567.06	676.23
<b>流动负债合计</b>	<b>823.90</b>	<b>521.34</b>	<b>676.91</b>	<b>812.78</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其它	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>823.90</b>	<b>521.34</b>	<b>676.91</b>	<b>812.78</b>
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	861.76	1,160.59	1,537.67
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,510.81</b>	<b>1,842.51</b>	<b>2,141.35</b>	<b>2,518.42</b>

现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>226.37</b>	<b>348.11</b>	<b>444.98</b>	<b>561.47</b>
折旧与摊销	66.44	40.60	41.68	51.51
财务支出	8.98	-2.22	-1.80	-2.04
投资损失	-3.60	-5.00	-5.00	-5.00
净营运资本变动	-71.48	-151.56	-50.40	-56.44
<b>经营活动现金流</b>	<b>225.34</b>	<b>229.92</b>	<b>429.46</b>	<b>549.51</b>
资本支出	-66.11	-138.60	-159.63	-218.98
其它投资	2.00	5.00	5.00	5.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>-64.11</b>	<b>-133.60</b>	<b>-154.63</b>	<b>-213.98</b>
股权融资	0.00	97.92	0.00	0.00
债券融资	51.50	14.50	14.40	13.60
股利分配及其它	-95.59	-112.10	-144.35	-182.36
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-44.09</b>	<b>0.32</b>	<b>-129.94</b>	<b>-168.76</b>
<b>货币资金净变动</b>	<b>117.14</b>	<b>96.64</b>	<b>144.88</b>	<b>166.77</b>
主要财务比率				
科目	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力(YOY)</b>				
营业收入	13.38%	42.00%	36.00%	25.00%
营业利润	10.58%	57.42%	27.97%	26.29%
归母公司净利润	34.31%	54.60%	27.83%	26.18%
<b>盈利能力</b>				
销售毛利率	34.87%	37.00%	36.30%	37.00%
销售净利率	11.25%	12.25%	11.51%	11.62%
ROE	13.99%	17.73%	19.50%	20.92%
ROIC	13.73%	15.84%	18.91%	20.84%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.51%	21.82%	23.60%	23.92%
流动比率	2.08	3.48	3.21	3.12
速动比率	2.08	3.48	3.21	3.12
<b>营运能力</b>				
资产周转率	0.95	1.16	1.38	1.45
存货周转率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
应收账款周转率	6.05	7.55	9.60	9.26
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.65	0.77	0.98	1.24
每股经营现金流	69.04	54.19	101.21	129.50
每股净资产	4.56	4.34	5.05	5.94
每股股利	0.30	0.27	0.34	0.43
<b>估值指标</b>				
PE	27.36	23.01	18.00	14.26
PB	3.89	4.08	3.51	2.98



---

负债和权益总计	2,334.71	2,363.85	2,818.26	3,331.20
---------	----------	----------	----------	----------

---

---

EV/EBITDA	17.14	12.55	9.92	7.86
-----------	-------	-------	------	------

---

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