

市价(人民币): 79.51元

切入互联网金融产品, 平台衍生价值得以释放

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	24.66
总市值(百万元)	42.42
年内股价最高最低(元)	91.95/40.76
沪深300指数	2204.85



相关报告

1. 《地产再融资利好房产网络广告, 关注新城拓展》, 2013.8.16
2. 《业绩略超预期, 估值偏低, 上调评级至买入》, 2013.7.8
3. 《房产网络广告景气度向好, 关注公司新城扩张》, 2013.5.9

张燕 分析师 SAC 执业编号: S1130513080007
(8621)60230245
zhang_yan@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)60230210
chengb@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	1.808	1.899	2.191	2.768	3.666
每股净资产(元)	4.81	12.64	11.93	14.01	16.81
每股经营性现金流(元)	1.58	2.04	1.44	2.06	2.81
市盈率(倍)	N/A	28.39	36.29	28.73	21.69
行业优化市盈率(倍)	58.15	60.55	79.41	79.41	79.41
净利润增长率(%)	47.55%	40.04%	15.38%	26.33%	32.48%
净资产收益率(%)	37.61%	15.03%	14.69%	15.80%	17.44%
总股本(百万股)	40.00	53.35	53.35	53.35	53.35

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **14年房产网络广告景气度犹在, 电商平台和金融服务紧密结合:** (1) 截至2013年11月, 房产网络广告(展示类)收入达到31亿, 同比增长25%, 整体房产网络广告占比仅12%, 且月度覆盖人数峰值已达1.7亿, 我们认为14年将延续13年行业回暖势头, 幅度受下游地产景气度扰动; (2) 未来房产网站将致力于打造信息、金融、交易、会员增值业务在内的一站式服务, 14年电商将进一步和金融服务相结合。
- **搜房业绩屡超预期, 14年发力金融服务:** (1) 13年垂直房产网站龙头老大搜房网在业绩屡超预期及电商+金融服务平台创新下, 全年股价累计涨幅高达223%, 未来搜房仍将是行业最大受益者; (2) 13年底在北京、上海联合各大金融机构推出金融服务平台后, 明确提出14年发力金融服务, 后期将延伸至更多地区, 更多形式产品, 并将自己开发金融产品。
- **切入互联网金融产品, 平台衍生价值得以释放:** (1) 三六五网因背靠周期性行业、收入来源单一及存在强势品牌等原因, 一直饱受估值之困; (2) 因拥有客户优势, 13年12月17日与新景财富合作在南京推出抵押贷、信用贷和车位贷, 切入互联网金融产品, 由于公司不承担贷款和风险控制, 收益分成较少, 对收入贡献有限, 1月18日将推出和多家机构合作、多种产品的365金融超市, 有望带来业绩增厚并打开估值空间; (3) 13年受新城扩张成本压力导致业绩增速放缓在情理之中, 新城扩张已开始采取加盟方式, 14年股权激励费用影响业绩约10%, 关注新城拓展速度, 电商业务和金融服务产品的陆续推出。

盈利预测及投资建议

- 略微调整13-15年盈利预测, 因目前金融服务产品单一, 对业绩贡献有限, 尚不做空间预测, 预计13-15年EPS分别为2.19、2.77、3.66元; 维持“买入”评级, 当前股价对应14年PE为29倍, 若仅有传统业务, 估值已在合理范围, 但切入互联网金融产品领域, 打造信息服务、交易服务、金融服务等在内的一站式服务将提升估值, 14年金融产品的陆续上线有望带来股价上行。

风险

- 因新城扩张及股权激励费用导致短期业绩不达预期。

内容目录

三六五网：切入互联网金融，平台衍生价值得以释放	3
切入互联网金融，打开业绩和估值空间	3
背靠周期性行业，饱受估值之困	4
行业：广告景气度犹在，电商平台与金融服务紧密结合	4
房产广告景气度向好，下游地产扰动行业增速	4
龙头老大搜房业绩屡超预期，电商平台和金融服务结合是趋势	6
公司看点及投资建议	7
通过加盟方式继续拓展新城，1月18日上线365金融超市	7
盈利预测及投资建议	7
附录：三张报表预测摘要	8

图表目录

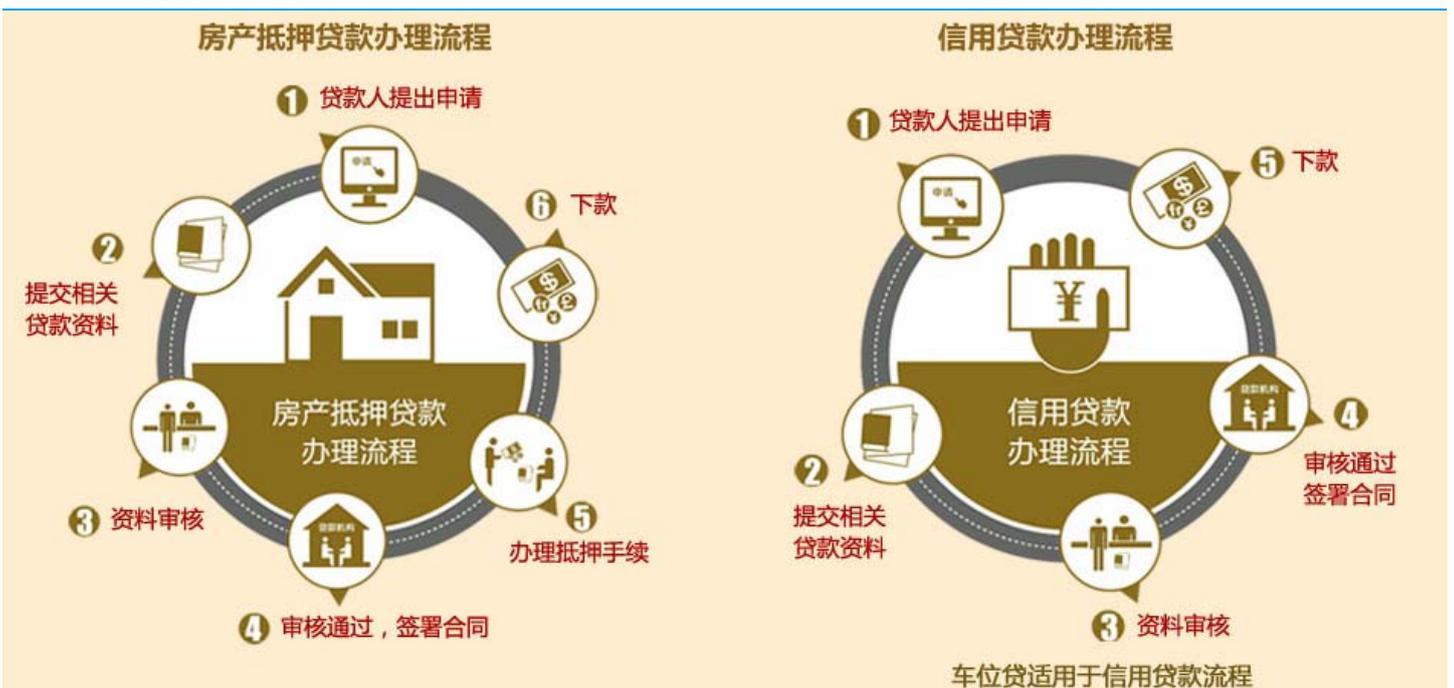
图表 1：抵押贷和信用贷办理流程	3
图表 2：2009-2013 年房产网络广告累计增速	5
图表 3：2001-2012 年房地产广告投放总额及增速	5
图表 4：2008-2013 年房产网站月度覆盖人数	5
图表 5：商品房销售领先新开工 6-9 个月	5
图表 6：新开工与房产网络广告累计增速基本同步	5
图表 7：新开工和房产网络广告单月同比增速	5
图表 8：2009Q1-2013Q3 搜房网单季营业收入及增速	6
图表 9：2009Q1-2013Q3 搜房网单季净利润及增速	6
图表 10：2006-2013Q3 搜房网收入构成	7
图表 11：2006-2013Q3 各细分业务收入增速	7

三六五网：切入互联网金融，平台衍生价值得以释放

切入互联网金融，打开业绩和估值空间

- 自 13 年底开始，三六五网试水互联网金融，与金融机构合作推出抵押贷、信用贷、车位贷，1 月 18 日还将推出和多家机构合作，含有多种金融产品的 365 金融超市，此举进一步开发了垂直网站的衍生价值，将打开业绩和估值空间；在首次合作过程中，三六五网为合作伙伴实现流量导入，自己承担平台角色，但不承担放款及风险控制，收入贡献有限，但随着金融超市的推出，合作机构和产品的增多，未来也有望加入自身金融产品，将打开业绩和估值空间。
- 13 年 12 月 17 日，三六五网开始试水互联网金融，在房贷收紧的趋势下，率先在南京推出针对购房贷款的抵押贷、信用贷及有购车需求的车位贷；1 月中旬有望拓展到昆山，1 月 18 日还将推出 365 金融超市，内含其它多种产品。
- 抵押贷：针对小微企业和个人推出的以房产作为抵押的借款产品，月利率 1.5%，借款可达房产估价 7 成，最高可借 1000 万；信用贷：无房产者，用于置办首套房产，最高 50 万，最长三年，月息 0.9%；车位贷：有购车位意向，利率 8.8 折（月息 0.6%），三年还清。
- 我们认为三六五网此举开发了房产网站的衍生价值，将带来业绩和估值提升；自垂直类网站出现，就以专业性为卖点，起初信息流环节在与综合类门户网站的对比中并未显示出更多优势，但随着服务进入交易环节，垂直类网站渐渐引起关注；以 A 股的上海钢联为例，即是由资讯服务渐渐进入交易、仓储和物流领域，而美股也陆续迎来搜房网、汽车之家、唯品会等垂直网站上市，也开始布局电商、交易等环节，均有不错的表现。
- 在此次推出的互联网金融产品中，三六五网和金融机构新景财富合作，为合作伙伴实现客户流量导入，承担平台角色，由于不承担放款和风险控制，虽有收益但预计分成比例较低，对收入贡献有限；后期 365 金融超市的推出值得期待，将会和多个金融机构进行合作，并有望带来多种产品，从而带来业绩增厚。

图表1：抵押贷和信用贷办理流程



来源：国金证券研究所

背靠周期性行业，饱受估值之困

- 自三六五网登陆资本市场后，因背靠周期性行业、收入来源单一、行业已有强势品牌等原因一直饱受估值之困；但我们认为在公司逐渐向“电商平台+金融服务”转型后，不仅打破业务单一带来业绩成长外，还将解决一直以来的估值之困。
 - 三六五网登陆 A 股资本市场后，一直饱受估值之困，在整个互联网板块中估值最低，市场的担心来自于：（1）背靠房地产周期性行业，受行业景气度影响较大，且长远来看，地产高成长的持续性存疑；（2）收入来源单一，业务仅是将传统广告从线下搬到线上，承认转移趋势尚未结束，但不够性感，此外未看到房产电商平台带来的衍生价值；（3）虽为南京、合肥等地龙头，但搜房已布局全国，面对强势品牌如何应对，已扩张的新城尚未得到市场认可。
 - 对于以上三个问题，经过研究，我们认为：（1）广告受房产景气度影响，但可提前观测，最重要的两个指标是新开工和销售，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，到目前为止，新开工趋势持续向上，且线下线上转移正在加快，担忧网络广告增速放缓为时过早；（2）收入来源确实单一，若无新盈利模式，估值很难提升，从电商转向金融平台是大势所趋；（3）在垂直网站领域，房产网站极具特殊性，地域性强，拓展一个区域就一定要在当地有人力投入，少则 30 人，多则百人，否则很难取得成功，我国从省级城市到市级县级城市数量较多，任何一家公司都很难在全国所有城市取得第一，因此所有企业都有机会为自己圈地。

行业：广告景气度犹在，电商平台与金融服务紧密结合

房产广告景气度向好，下游地产扰动行业增速

- 我们认为房产网络广告行业的长期逻辑在于二、三线城市房产广告线下到线上的转移，而下游房地产行业的景气度在短期将会扰动行业增速；13 年行业增速已开始回暖，我们预计 14 年仍将维持 13 年回暖的趋势，但幅度取决明年地产行业情况，此外 14 年将会成为房产网站的创新之年。
 - 在 2013 年 5 月 9 日的深度报告我们就指出房产网络广告景气度向好，龙头老大搜房将是行业最大受益者，目前我们仍维持此观点，认为房产网络广告行业的长期逻辑在于二、三线城市房产广告线下到线上转移，短期下游房地产行业将会扰动房产网络广告增速；年初我们确定提出 13 年房产网络广告行业增速回暖，现已得到验证，对于 14 年，我们对行业增速仍维持乐观，仅幅度需要密切关注下游地产情况，此外 14 年将会成为房产网站的创新之年。
 - 截至 2013 年 11 月，房产网络广告收入（主要是展示类广告）达到 31 亿，同比增长 25%，全年预计 35 亿元，2012 年我国房产广告总额 408 亿，不考虑 13 年房产广告自身增长，且假设非展示类网络广告占整体网络广告额的 30%，即房产网络广告达到 50 亿，也仅占整体房产广告的 12%，而在一线北京、上海，这项比例高达 40%-50%；此外，据艾瑞咨询数据显示，2012-2013 年房产广告月度覆盖人数出现越升，峰值已达到 1.7 亿，说明绝大多数人在找房时都会登陆房产网站查询，行业的高成长性仍在持续，因此我们认为房产网络广告行业的长期逻辑在于二、三线城市房产广告线下到线上转移，趋势向上。
 - 房产网络广告短期会受到下游房地产行业的扰动，我们认为需要关注房地产行业的两个重要指标，商品房销售和新开工，商品房销售领先新开工约 6-9 个月，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；一般来说房产销售最好的月份为 5、6、9、10 月，新开工最好的月份为 2、3、5、6 月，而房产网络广告最好的月份在 4、5、8-12 月；此外房产网络广告走势和房产销售趋

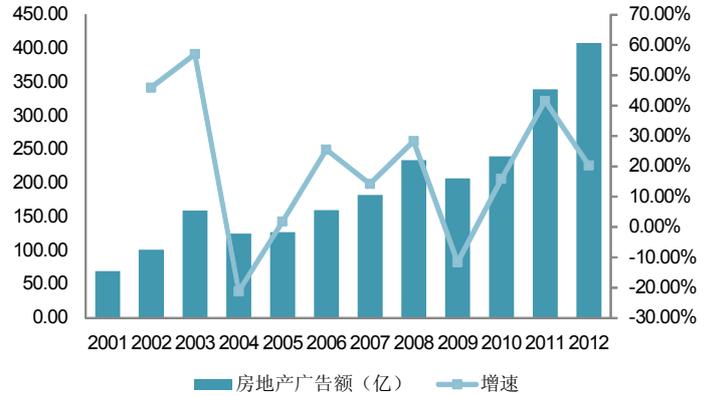
势较为一致，但向上的弹性远远高于房产销售，向下的弹性却小于房产销售。

图表2: 2009-2013年房产网络广告累计增速

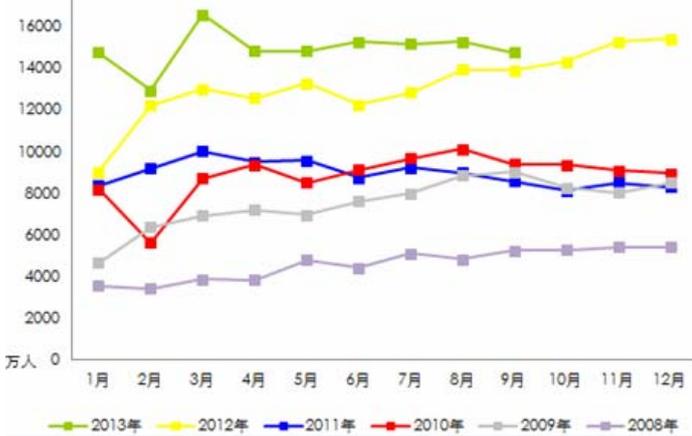


来源: 国金证券研究所

图表3: 2001-2012年房地产广告投放总额及增速

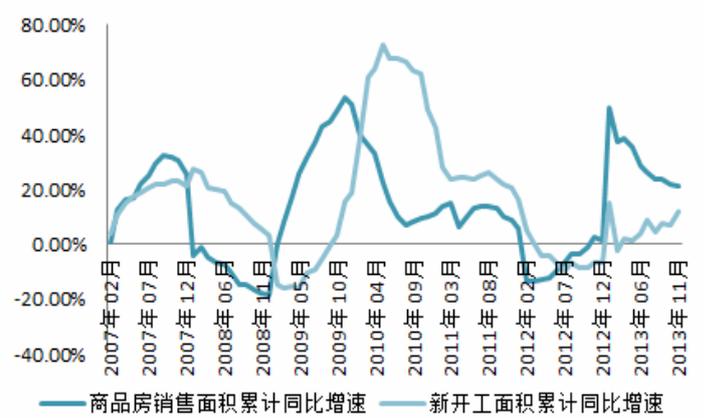


图表4: 2008-2013年房产网站月度覆盖人数

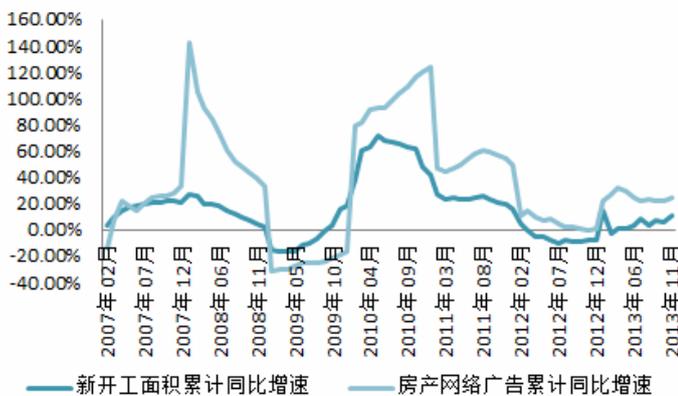


来源: 艾瑞咨询, 国家统计局, 国金证券研究所

图表5: 商品房销售领先新开工6-9个月



图表6: 新开工与房产网络广告累计增速基本同步



来源: 艾瑞咨询, 国金证券研究所

图表7: 新开工和房产网络广告单月同比增速



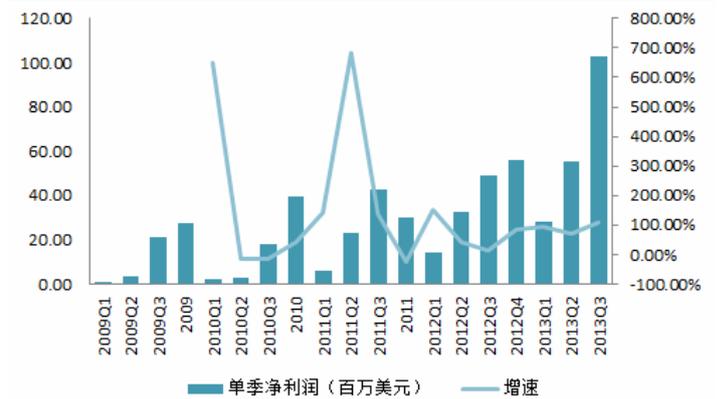
龙头老大搜房网业绩屡超预期，电商平台和金融服务结合是趋势

- 经历了 2012 年行业的低迷，2013 年行业开始回暖，作为龙头老大的搜房网业绩屡超预期，再加上电商+金融服务平台的结合是造成其股价强劲上涨的主要推动力，电商平台和金融服务结合已成趋势。
 - 作为房产细分领域的龙头老大搜房网，2013 年表现着实让市场刮目相看，全年股价累计涨幅 223%，股价上涨主要来自于两个因素：（1）业绩持续超预期；（2）发力互联网金融产品。
 - 在经过上半年格劳克斯连续三篇做空报告之后，搜房网上半年股价持续低迷，直到中期其业绩得到再次验证并持续上调全年业绩时，才开启股价大幅上涨之路；截止 2013Q3，搜房网累计营业收入达到 4.2 亿美元，同比增长 49%，累计净利润 1.86 亿美元，同比增长 94%，净利率高达 44%，并将全年营收预期从 5.38 亿美元至 5.48 亿美元（同比增长 25%至 27%）调高至 6.05 亿美元至 6.15 亿美元（同增长 40.6%至 42.9%）。
 - 2013 年 12 月 16 日，搜房网又发布金融服务平台，进军互联网金融领域，平台专注于在特定城市将精选的第三方金融产品和服务，通过搜房和金融机构的绿色通道优质快速的提供给搜房网会员，以满足其在买房、卖房、租房及家居装修等过程中的资金需求；互联网金融布局将首先在北京上海等一线城市展开，除金融服务平台外，搜房网还将联手金融机构推出为搜房网会员定制的金融产品，并将最终开发出自己的金融产品；未来搜房网将打通包含信息服务、金融服务、交易服务、会员增值服务在内的全闭环产业链。
 - 搜房网电商平台推出已久，但其发展速度却不容小觑，2011 年此业务占比仅 7.3%，而 2013Q3 这一比例达到 28.83%，电商服务已覆盖 50 城市，会员 1600 万，在 2011-2013 年间，分别完成新房交易额 220 亿、680 亿、1600 亿元；2012 年下半年开始尝试为经纪公司提供金融服务，半年时间就促成贷款申请总额 9 亿元，未来不仅面向个人，还有二手房、家居及自有金融产品，空间值得期待；而三六五网也在同期推出与房产紧密相关的产品，电商平台和金融服务相结合已成为趋势。

图表8: 2009Q1-2013Q3 搜房网单季营业收入及增速

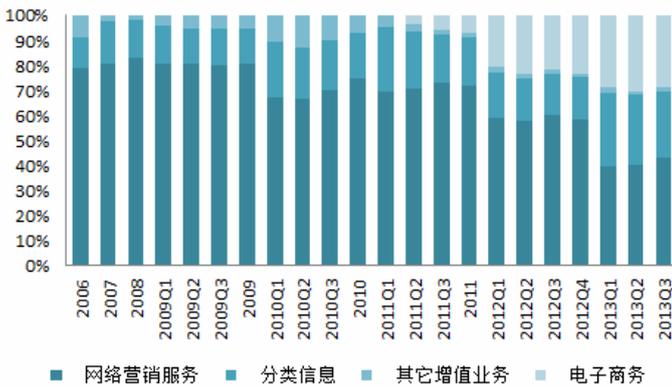


图表9: 2009Q1-2013Q3 搜房网单季净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: 2006-2013Q3 搜房网收入构成



来源: 国金证券研究所

图表11: 2006-2013Q3 各细分业务收入增速



公司看点及投资建议

加盟方式加快拓展新城, 1月18日上线 365 金融超市

- 新城扩张导致 13 年业绩增速放缓在情理之中, 14 年关注新扩张三城对业绩的贡献, 加盟方式带来新城拓展速度加快及金融超市上线。
 - 13 年全年业绩预计 8%-18%, 与龙头老大搜房高达 94% 的业绩增速相比差距较大, 但在情理之中; 三六五网作为区域性房产网站, 受自身区域影响较大, 南京地区广告占比高达 50%, 增速已开始放缓, 新扩张的三城尚在培育期, 对收入贡献有限, 但新增成本至少 2000 万, 导致业绩放缓; 至 14 年中期, 三城扩张已近两年, 下半年房产网络广告旺季有望对收入产生积极影响, 值得期待。
 - 在上市之前, 三六五网通过自建、收购等方式扩展 8 城, 上市后的三城仍采取自建, 但近期也开始尝试通过加盟方式拓展新城, 后期可关注新城拓展速度。
 - 13 年实行股权激励, 14-16 年应摊成本分别为 1544、1104、748 万, 对 14 年业绩影响在 10% 左右。
 - 1 月 18 日上线 365 金融超市, 产品将从原有针对购房、购车贷款延伸至旅游、求学等多种形式, 还将和多家金融机构合作, 后期有望带来业绩增厚。

盈利预测及投资建议

- 略微调整 13-15 年盈利预测, 因目前金融服务产品单一, 对业绩贡献有限, 尚不做空间预测, 预计 13-15 年 EPS 分别为 2.19、2.77、3.66 元; 维持“买入”评级, 当前股价对应 14 年 PE 为 29 倍, 若仅有传统业务, 估值已在合理范围, 但切入互联网金融产品领域, 打造信息服务、交易服务、金融服务等在内的一站式服务将提升估值, 14 年金融产品的陆续上线有望带来股价上行。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	149	230	299	366	466	610	货币资金	122	163	659	772	901	1,080
增长率		54.4%	30.1%	22.4%	27.5%	30.8%	应收款项	17	30	31	40	51	67
主营业务成本	-8	-13	-17	-20	-25	-32	存货	0	0	0	0	0	0
%销售收入	5.3%	5.7%	5.8%	5.3%	5.3%	5.2%	其他流动资产	2	3	11	2	2	2
毛利	141	217	281	346	442	578	流动资产	141	196	700	814	954	1,149
%销售收入	94.7%	94.3%	94.2%	94.7%	94.7%	94.8%	%总资产	94.5%	97.4%	97.6%	97.3%	97.0%	96.7%
营业税金及附加	-11	-18	-19	-9	-14	-18	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	7.3%	7.7%	6.4%	2.5%	3.0%	3.0%	固定资产	8	0	0	11	9	6
营业费用	-49	-68	-97	-135	-159	-201	%总资产	5.0%	0.0%	0.0%	1.3%	0.9%	0.5%
%销售收入	32.7%	29.8%	32.5%	37.0%	34.0%	33.0%	无形资产	0	3	4	11	20	29
管理费用	-22	-43	-64	-88	-112	-140	非流动资产	8	3	5	22	29	36
%销售收入	14.7%	18.7%	21.4%	24.0%	24.0%	23.0%	%总资产	5.5%	1.6%	0.7%	2.6%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	59	88	101	114	157	218	资产总计	149	202	717	837	983	1,187
%销售收入	40.0%	38.2%	33.9%	31.2%	33.7%	35.8%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	1	2	10	15	17	21	应付款项	1	0	1	1	2	2
%销售收入	-0.6%	-0.7%	-3.5%	-4.1%	-3.7%	-3.4%	其他流动负债	11	16	35	35	41	49
资产减值损失	0	-1	0	0	0	0	流动负债	12	16	36	36	42	52
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	-8	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	12	9	36	36	42	52
营业利润	60	89	111	128	175	239	普通股股东权益	136	192	674	796	935	1,122
营业利润率	40.7%	38.6%	37.3%	35.1%	37.4%	39.2%	少数股东权益	1	1	7	4	6	11
营业外收支	1	0	10	13	12	12	负债股东权益合计	149	202	717	837	983	1,185
税前利润	61	89	122	141	187	251	比率分析						
利润率	41.2%	38.7%	40.7%	38.7%	40.0%	41.1%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-12	-17	-23	-28	-37	-50	每股指标						
所得税率	19.6%	18.7%	19.1%	19.5%	19.8%	20.0%	每股收益	1.226	1.808	1.899	2.191	2.768	3.666
净利润	49	72	98	114	150	201	每股净资产	3.400	4.808	12.635	11.929	14.012	16.815
少数股东损益	0	0	-3	-3	2	5	每股经营现金净流	1.365	1.581	2.045	1.437	2.064	2.813
归属于母公司的净利润	49	72	101	117	148	196	每股股利	0.000	0.500	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	33.0%	31.5%	33.9%	32.0%	31.7%	32.1%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	36.05%	37.61%	15.03%	14.69%	15.80%	17.44%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	32.80%	35.78%	14.12%	13.98%	15.02%	16.52%
净利润	49	72	98	114	150	201	投入资本收益率	34.90%	36.87%	12.02%	11.46%	13.41%	15.41%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2	3	4	4	5	6	主营业务收入增长率	49.29%	54.43%	30.06%	22.42%	27.54%	30.77%
非经营收益	0	-2	-11	-13	-12	-12	EBIT增长率	55.98%	47.48%	15.44%	12.57%	38.08%	38.77%
营运资金变动	3	-11	17	-9	-5	-7	净利润增长率	63.77%	47.55%	40.04%	15.38%	26.33%	32.48%
经营活动现金净流	55	63	109	96	138	188	总资产增长率	45.59%	35.28%	254.79%	18.55%	17.62%	20.44%
资本开支	-3	-7	-7	4	0	0	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	35.2	34.4	33.8	35.0	35.0	35.0
其他	1	2	4	0	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0
投资活动现金净流	-3	-6	-3	4	0	0	应付账款周转天数	27.2	11.2	0.9	5.0	5.0	5.0
股权募资	0	0	425	13	0	0	固定资产周转天数	18.5	#DIV/0!	#DIV/0!	10.5	6.8	3.8
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	-6	-16	-34	0	-9	-9	净负债/股东权益	-89.13%	-84.53%	-96.71%	-96.54%	-95.79%	-95.36%
筹资活动现金净流	-6	-16	390	13	-9	-9	EBIT利息保障倍数	-68.7	-57.4	-9.7	-7.7	-9.1	-10.6
现金净流量	46	41	496	113	129	179	资产负债率	8.34%	4.38%	5.02%	4.32%	4.32%	4.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	4
增持	0	0	0	2	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	1.67	1.58

来源：朝阳永续

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	46.45	56.56 ~ 56.56
2 2012-09-26	增持	44.01	N/A
3 2012-10-25	增持	45.54	N/A
4 2013-02-05	增持	49.00	N/A
5 2013-04-14	增持	46.03	N/A
6 2013-05-09	增持	52.55	56.00 ~ 56.00
7 2013-07-08	买入	40.76	N/A
8 2013-08-16	买入	54.89	66.00 ~ 70.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

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。

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作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。

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 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD