

2014年8月24日

公司研究

评级：买入

研究所

证券分析师：张广荣 S0350514010001

010-88576833 zhanggr@ghzq.com.cn

区域性房产网络营销平台

——三六五网（300295）深度报告

投资要点：

- **区域性房产营销的龙头企业：**三六五网是长三角地区最具影响力的房地产家居网络营销服务平台。据公司年报披露，自2009年至2013年公司收入增速稳定，营收自9,960万元增长至37,660万元，年复合增长率达39.45%。2014年上半年，公司营业收入22,000万元，较2013年同期增长40.73%；营业利润9,825万元，同比增长69.08%。公司的主营业务为网络营销服务，主要为新房销售的网络广告；地域上以长三角地区的收入为绝大部分。
- **方兴未艾的房地产网络营销行业：**全球范围内的房地产家居网络营销服务起于20世纪90年代，但我国起步较晚，目前仍处在快速增长的阶段。截至2013年底，我国房地产网络广告的渗透率只有13%；但在美国，2010年时房地产网络广告渗透率就达到30.7%。由于房地产市场、房地产网络营销行业有很强的地域性，即使是规模大的企业也无法在短期内迅速占领全国市场。因此本行业在全国市场内难以形成一家独大的局面，所有企业都会因巨大的行业空间而获益。
- **网络媒体的商业模式：**公司建立之初时定位于网络媒体，采取业内经典的商业模式：通过向消费者提供产品信息搜索、行业资讯等免费服务获得巨大影响力，从而提高平台影响力和可变现流量；向房地产开发商、中介和家具企业提供网络广告、会员服务等收费服务，将从消费者端得到的流量变现，将平台具有的内在价值转化为实际收入。核心为“影响创造价值，价值决定价格”。
- **区域流量垄断造就公司优势：**公司采取“精细化经营、谨慎扩张”的策略，以南京为总部、长三角地区为依托，辐射全国。与搜房网等快速扩张上百城市站点的策略不同，三六五网直到2012年前仍只在长三角地区运作，但其2009至2011年复合增长率仍高达52%。这说明公司在长三角地区，尤其是以南京为中心的城市群的迅速发展已经有了较大的品牌影响力，并累积了一大批具有较高忠诚度的客户资源，培养了他们对365地产家居网的使用习惯和依赖性。根据艾瑞咨询的数据，虽然公司在网站月均覆盖人数上仅排名第六，但在已开设城市的平均用户覆盖数方面领先于其他竞争对手。
- **产业生命周期的纵向延伸：**2014上半年，公司提出从“家”向“居”转型；并于7月11日发布公告成立合资公司开展O2O模式的装修宝项目，表明公司积极探索家居业务创新模式。2014年1月，三六五网推出旗下P4P贷款平台：365金融超市，为顾客购房、装修等提供贷款。这是公司由“网络媒体”转型至“网络媒体+电子商务”的关键性步骤。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司未来三年的收入规模分别为5.08亿元、6.86亿元和8.92亿元，同比增速分别为35%、35%和30%，归属于母公司的净利润分别为1.6亿、2.13亿元和2.78亿元，同比增速分别为40%、32.5%和31%，目前市值对应估值为35倍、26倍和20倍，给予买入评级。
- **风险提示：**房地产销售大幅低于预期风险，新业务拓展失败风险等。

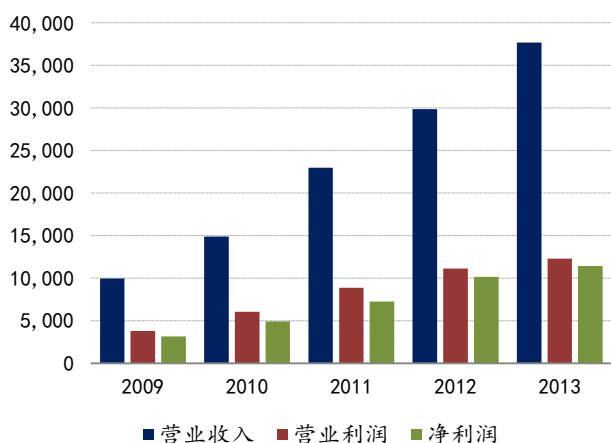
1、	区域性房产营销的龙头企业	3
2、	方兴未艾的房地产网络营销行业	4
3、	网络媒体的商业模式	7
4、	区域流量垄断造就公司优势	8
5、	产业生命周期的纵向延伸	9
6、	盈利预测与估值	10
7、	风险提示	12

1、区域性房产营销的龙头企业

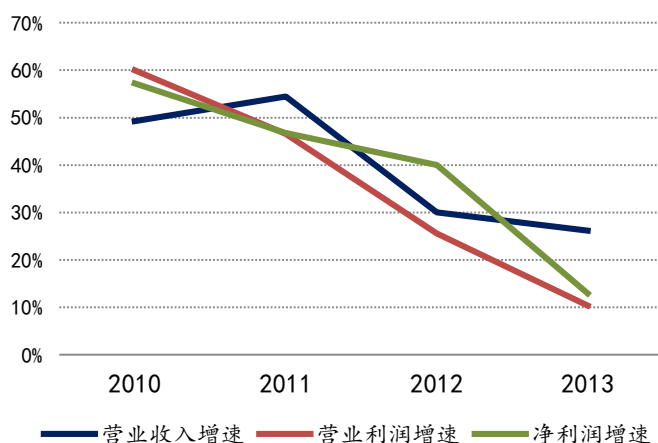
三六五网成立于2006年，是长三角地区最具竞争力和影响力的房地产家居网络营销服务提供商之一，位列2014中国最具潜力中小企业榜单第22位。¹公司力求打造以“家”为核心的互联网服务产业链，致力于为房地产和家居消费者提供行业资讯、产品信息搜索和查询等服务；同时帮助房地产企业用互联网进行产品推广和销售。公司独立运营的365地产家居网以南京为立足点、以长三角地区为腹地，目前涵盖南京、苏州、常州、合肥等23个城市。凭借地区性竞争优势及良好的经营业绩，公司于2012年在创业板上市。

公司自2009年至2013年收入增速稳定，营业收入从9960万元增长至37660万元，年复合增长率达39.45%；营业利润从2009年的3780万元增长至2013年的12290万元，年复合增长率达34.27%。2014年上半年，公司营业收入为22000万元，较2013年同期增长40.73%；营业利润为9825万，同比增长69.08%。由于2013年长三角以外地区扩张导致成本和费用增加较大，所以该年利润增速放缓。

图表 1：三六五网经营情况



图表 2：三六五网收入增速



资料来源：公司年报、国海证券研究所

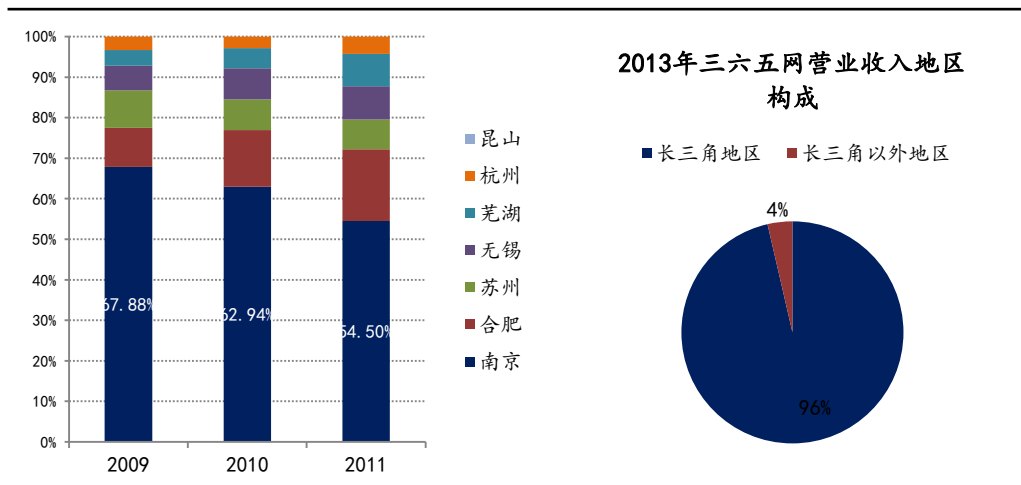
公司主营业务分为网络营销服务和线下服务。网络营销服务包括新房、二手房和家居的网络营销；线下部分为研究咨询业务。从业务类型上看，网络营销服务包括三个部分：基础服务、增值服务和电子商务。具体来说，基础服务为信息发布和广告推广，包括在出现在网页上房源信息，以及商家付费的关键词广告、静态广告、漂浮广告等等；增值服务包括推荐新房/经纪人/商家服务、团购活动、看房活动等等；电子商务服务包括付费制的团立方、租售宝家居宝、365金融超市等。

从公司收入的业务构成上看，网络营销占据了绝大部分，且比例仍然在上升；从2009年占营收的88.82%上升至2013年的98.48%，2014年上半年达到98.14%。从公司收入的地域构成上看，长三角地区的收入占据了绝大部分。在公司建立之初，南京地区收入超过总营收的67%，随着其他地区的开拓，2011年南京收入占比降至54.5%；

¹ 福布斯发布

在 2012 年公司开始在长三角以外地区西安、重庆、沈阳、长春等地设立站点后，长三角地区收入超过 96%。

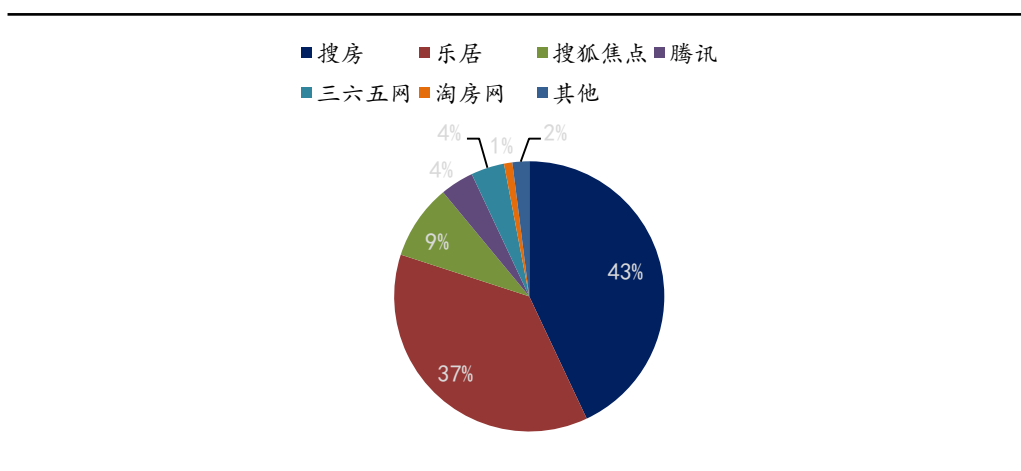
图表 3：公司收入地区构成



资料来源：公司年报、国海证券研究所

三六五网是一家垂直类、区域性房产网站，行业内主要竞争对手搜房网等都是全国性房产网站，这势必导致三六五网的流量和市场份额与其它行业内网站有一定差距。根据 iWebChoice 的数据，2014 年 7 月房地产行业网站月度日均覆盖数排名中，365 房产家居网位列第 6 位，次于搜房网、搜狐焦点网等。市场份额方面，2013 年行业内市场份额最大的是搜房网，占比达 43%；其次是新浪乐居，占 37%；三六五网为 4%，排名第四位。

图表 4：房地产网络营销行业市场份额



资料来源：国海证券研究所

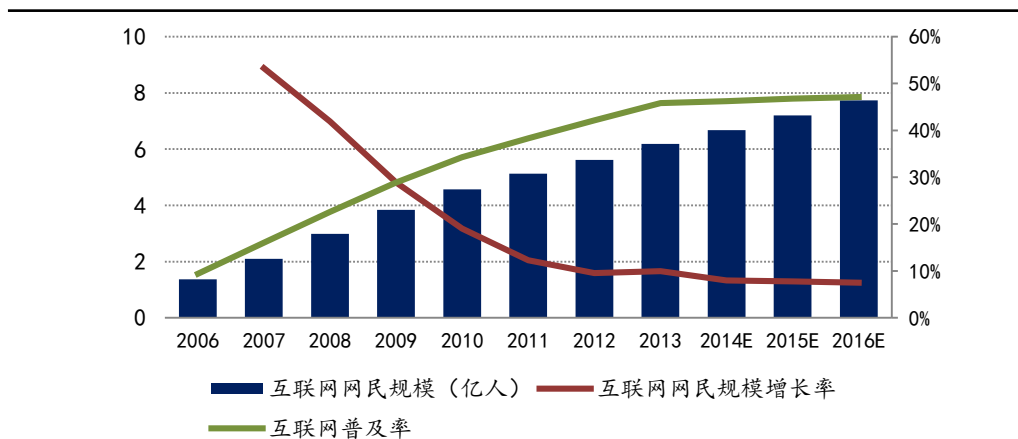
2、方兴未艾的房地产网络营销行业

三六五网的收入绝大部分来源于房地产网络广告收入。这与我国互联网普及率、房地

产行业和网络广告行业的发展密切相关。

在经历 2006 年至 2009 年的爆发式增长后，2013 年我国互联网网民规模达 6.18 亿，同比增速放缓至 9.96%；互联网普及率由 2006 年的 9.4% 上升至 2013 年的 45.8%。但这一渗透率仅高于全球平均水平，仍与其他发达国家有很大差距，如美国 2013 年互联网普及率为 75%，日本、加拿大等发达国家均在 70% 以上。² 根据 CNNIZ 的调研结果，40.7% 的互联网用户在购房相关决策中把互联网作为首选对象，这个比例远高于报纸（20.4%）和电视（10%）等传统媒体。随着互联网普及率的继续提升，人们将继续进行消费的线下向线上转移。网络营销作为一种新型的房地产家居营销模式，随着网民基数逐年增大，具有潜在购房需求的网民人数也会逐年增多，因此互联网网民规模的增长将会给房地产网络营销带来一定的行业空间。

图表 5：我国互联网网民规模

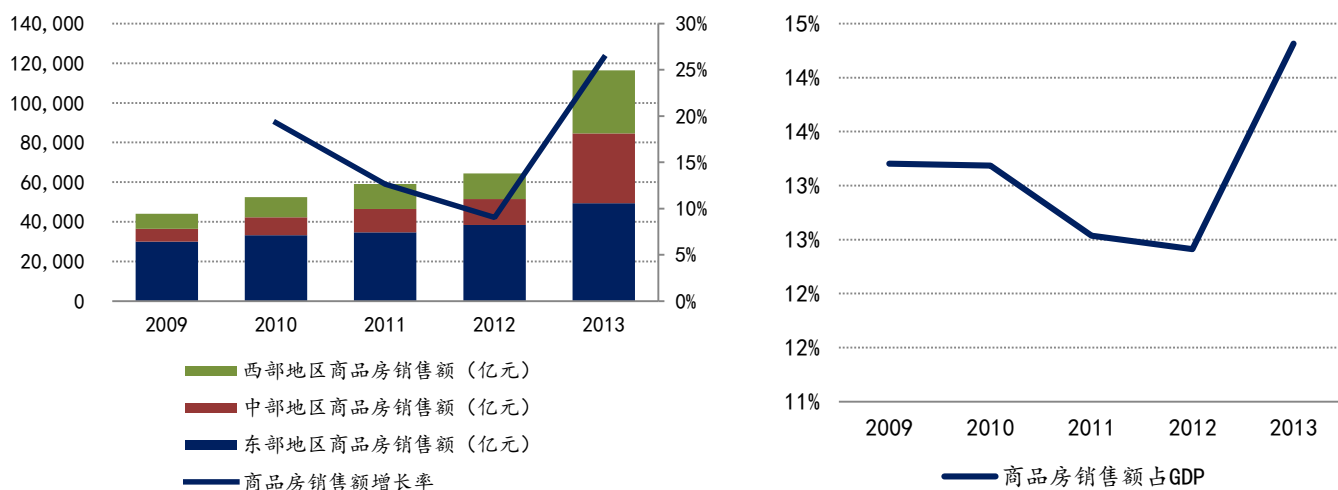


资料来源：CNNIZ

虽然受到政策调控，但房地产行业是我国产值规模最大的传统行业之一；住房作为居民的刚性需求，其销售额增速一直在 10% 以上，略高于我国 GDP 整体增速；商品房成交额与 GDP 的相关系数高达 96.02%，近年来占 GDP 的比重维持在 12% 至 15% 间。可见随着 GDP 的逐年增长，房地产行业增长趋势在较长时间内不会发生改变。另外，近年来中部地区和西部地区商品房成交额增长较快，2013 年商品房成交额增速中部、西部地区均超过 100%；这与三六五网的扩张路径具有高度的一致性。公司选择长三角外的地区时率先选择了西安、重庆等中西部地区。由于中国的城市化进程仍然有漫长的路要走及人口红利的存在，决定了房地产市场需求将依旧旺盛。另外，尽管国家不断出台政策对房地产行业进行限制，但从开发商投放的广告费来看并没有缩减，反而行业低迷期，开发商推广意愿更强，推广费用率较高。我们认为，房地产作为互联网房地产的下游行业，其刚性需求的稳定增长会给房地产网络营销带来一定的行业空间。

图表 6：我国商品房销售额

² 数据来源：艾瑞咨询

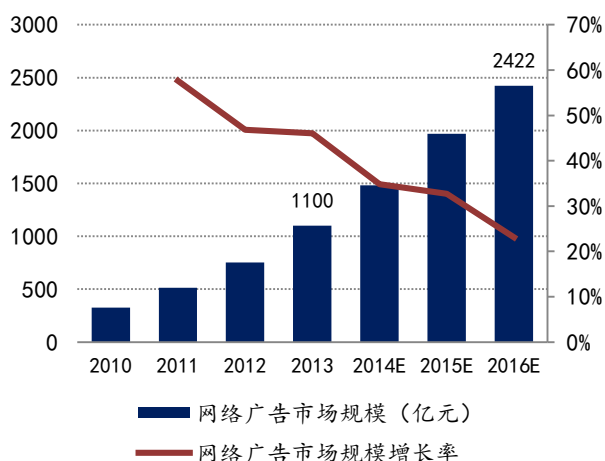


资料来源：国家统计局、国海证券研究所

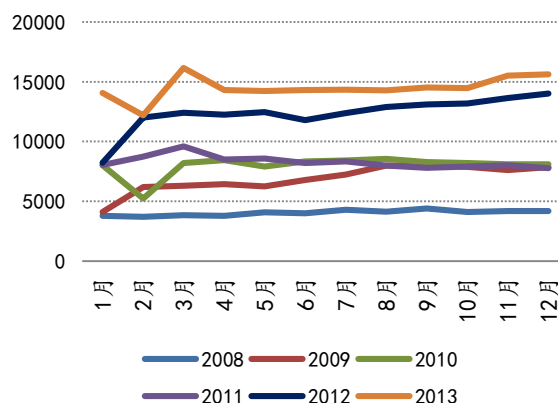
网络广告作为一种新兴媒体，对报纸广告、电视广告具有一定的替代作用，且在发达国家网络广告已经发展的相对成熟。根据艾瑞咨询的数据，我国网络广告收入规模从2010年的325.5亿元增至2013年的1100亿元，年增长率一直在45%以上，预计到2016年将达到2422亿元。且就中国整个媒体广告市场而言，网络广告的占比仍然很小。就营销效果而言，相对于报纸和电视等传统媒体，网络广告具有信息获取和搜索的便捷性、多媒体展示手段的多样性和效果的直观性等优势；随着线下消费的线上化，广告也会逐步完成线上的转移。我们认为，网络广告市场的巨大潜力会给房地产网络营销带来很大的增长空间。

图表 7：我国网络广告市场规模

图表 8：我国房地产网站月度覆盖人数



中国房地产网站月度覆盖人数 (万人)



资料来源：艾瑞咨询

全球范围内的房地产家居网络营销服务起源于20世纪90年代，第一家公司为美国的MOVE。经过20年的发展，这项服务在发达国家已经得到普遍应用。我国房地产网络出现时间比美国晚了7年，目前仍处在迅速增长的阶段。我国房地产网络广告收入2003年仅有0.8亿元，到2010年增长至18.1亿元，复合增长率高达56.14%；但渗透率在

2010年只有4%，截至2013年房地产网络广告的渗透率也仅有13%。³但在其他发达国家，如美国市场，2010年时房地产网络广告收入占比就达到30.7%。据美国全国房地产经纪人协会统计，美国80%的购房者求助互联网寻找理想住房，72%的房地产公司通过互联网进行房屋销售。房地产广告收入最大的为新房市场，我国每年商品房竣工10亿m²，约有600亿左右的广告规模，即使房地产广告网络渗透率只有15%，其规模也是非常大的。⁴另外，房地产网络广告的渗透率在二线城市和中西部城市远远不及一线城市。所以我们有理由预计，未来五年内国内房地产网络广告的销售增长速度将不低于30%。

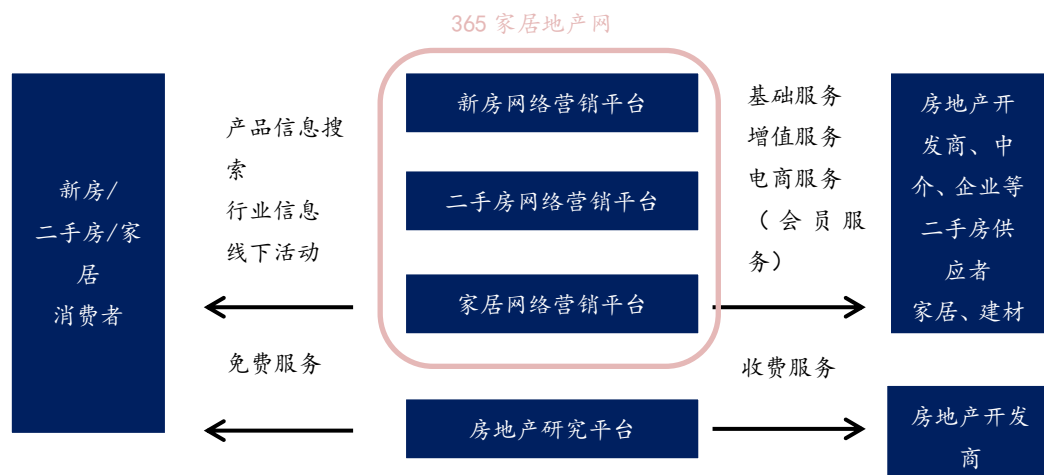
由于房地产市场有很强的地域性，从而房地产网络营销服务行业也具有较强的地域性；行业投资大、风险高，即使是规模大的企业也无法在短期内迅速占领全国市场。对于消费者而言，买房前会搜集大量信息用于决策，一般会选择几家房产网站帮助自己；所以对消费者而言不同的房产网站有一定的互补作用。因此本行业在全国市场内难以形成互联网其他行业的赢家通吃和输家通盘的竞争格局，所有企业都会因巨大的行业空间而获益。

简言之，房地产网络营销的行业空间一方面来源于网络用户群体的壮大推动整个互联网行业的增长，另一方面网络营销对传统媒体广告市场份额的替代效应越来越明显。

3、网络媒体的商业模式

三六五网的商业模式较为简单，目前主要依靠在线广告和部分电子商务业务。公司建立之初时定位于网络媒体，采取业内经典的商业模式：通过向消费者提供产品信息搜索、行业资讯等免费服务获得巨大影响力，从而提高平台影响力和可变现流量；向房地产开发商、中介和家具企业提供网络广告、会员服务收费服务，将从消费者端得到的流量变现，将平台具有的内在价值转化为实际收入。核心为“影响创造价值，价值决定价格”。

图表 9：三六五网商业模式



³ 数据来源：雪球财经

⁴ 数据来源：雪球财经

资料来源：招股说明书、国海证券研究所

基础服务：包括信息发布和广告推广。广告推广含关键词广告、静态广告、漂浮广告、弹出广告等发布服务，形式有首页、产品目录、搜索、频道、随机播放等方式。广告的收费方式为按展示付费和按效果付费相结合。

增值服务：公司对消费者推出 365 一卡通会员服务，即收取一定会费让销售者享受打折优惠；对房地产商有推荐优秀经纪人、推荐优秀商家、推荐新盘等收费服务。

电子商务服务：租售宝会员服务：中介门店通过购买租售宝成为付费会员，可以建设网上中介门店；而房产经纪人通过购买租售宝成为付费会员后，可以开设网上个人店铺。家居宝与租售宝类似，客户缴纳一定的年费用后，可以在网上开设店铺。租售宝、家居宝与淘宝网的不同之处在于，三六五网收取的是固定的年费/会费，而非淘宝网的基于成交金额的收费。365 金融超市是提供贷款服务（购房、装修等）的 P4P 金融平台。

4、区域流量垄断造就公司优势

由于成立时间较短，且资本实力较弱，公司设立之初采取了“精细化经营、谨慎扩张”的策略，即：站点经营着重精细化，注重网站黏着度；对外扩张采取谨慎的态度，注重利用有限的资源做精做细已设站点，而后再考虑对外扩张。

公司 2006 年成立时总部设于南京，从 2007 年开始陆续在苏州、无锡、常州、合肥、芜湖、杭州等六个地区将在南京的商业模式复制。从这 7 个城市的平均用户覆盖数来看，公司领先于搜房网、搜狐焦点、新浪乐居等主要竞争对手⁵。与搜房网等快速扩张上百城市站点的策略不同，三六五网直到 2012 年前仍只在长三角地区运作，但其 2009 至 2011 年复合增长率仍高达 52%。这说明公司在长三角地区，尤其是以南京为中心的城市群的迅速发展已经有了较大的品牌影响力，并累积了一大批具有较高忠诚度的客户资源，培养了他们对 365 地产家居网的使用习惯和依赖性。根据艾瑞咨询的数据，虽然公司在网站月均覆盖人数上仅排名第六，但在已开设城市的平均用户覆盖数方面领先于其他竞争对手。据公司年报披露，截至 2013 年底公司在已覆盖的 11 个城市中，单城平均收入高达 3423 万元；而搜房网的单城平均收入约为 1167.83 万元。⁶ 这预示了公司的商业模式未来在其他城市是可以复制的。

对于房地产网络营销企业而言，其核心竞争力决定于：用户获取、房源获取、电商服务和线下服务。对三六五网而言，在长三角地区用户获取上已经取得了绝对优势，不仅有很好的精准性而且用户黏性大；公司推出垂直移动应用“365 淘房”，作为 PC 端流量的补充，也抓住了移动互联网的发展机遇，提升了品牌价值。在房源获取上，公司与万科、金地、万达、苏宁、国美、红星家具等均有长期合作关系。优质的客户资源在某种程度上成就了公司的市场优势和品牌优势，并在长三角为新进入者设置了一定的门槛。线下服务方面，公司为顾客推出看房活动，在直营店里的倒流过程中可以

⁵ 数据来源：Alexa

⁶ 年报数据为 6.374 亿美元

为购房用户全方位的服务和以后后续增值服务的导入；直营站是电商业务实现的基础。电商服务方面三六五网有针对二手房的租售宝和针对家居市场的安居宝和贷款方面的365金融超市。

另外，在房地产家居网络营销服务行业，人才是至关重要的因素。公司核心运营团队具有多年的资深房地产从业经验，于上个世纪八十年代起即从事房地产行业，也曾在南京房产管理局、南京网尚广告传媒有限公司等地任职，相关领域经验丰富。稳定的“房产+IT”的组合，能够在实际运营中将房地产与互联网技术相结合，保证了公司核心业务发展的质量和方向。

图表 10：搜房网、乐居、三六五网对比

		搜房网	乐居	三六五网	
用户获取	线上	PC	全国最大的房地产垂直网站，流量最大	门户网站导入流量：新浪、百度房产等	长三角区域性房产垂直网站，南京、合肥地区流量最大
		移动端	搜房网移动 App	微信	365 淘房移动 App
	线下	城市分站	城市分站+线下代理	城市站	
房源获取		线上	线上+线下	区域客户	
线下服务		城市分站看房团，有驻场人员，全部直营	城市分站看房团，有驻场人员和置业顾问，直营+加盟	在长三角地区有看房团，有驻场人员，直营+加盟	
电子商务服务		P4P 金融平台 家装建材平台	乐居贷+房金所 家居就——家装建材平台 商业社区 020	365 金融超市 区域家装建材平台 生活宝——社区 020	

5、产业生命周期的纵向延伸

三六五网作为区域性的房地产垂直门户，在长三角地区稳稳站住脚跟后，开始全国布局的跑马圈地。2014 年开始，公司新站的扩张速度空前提升，且加盟连锁的方式将避免初期刚醒投入带来的烧钱效应，之前投放的 3 座新站西安、重庆、沈阳也有望逐步扭亏。

公司的商业模式单一，且收入绝大部分来源于网络广告，尤其是新房销售的网络广告。尽管网站流量大，但变现模式单一，太过依赖开发商的营销费用。三六五网上半年提出从“家”到“居”的转型，为购房者提供后续的家装建材、社区生活服务等多种 O2O

服务，这些服务将率先在南京、合肥等成熟分站点进行试验。7月11日公司公告称，公司拟建立合资公司开展O2O模式的装修宝项目，表明公司积极探索家居业务创新模式。这是三六五网作为一个房地产垂直门户，尤其是一个网络营销公司向产业生命周期纵向延伸的关键步骤。

根据公司的半年报，公司正在进行由“网络媒体”到“网络媒体+电子商务”的转型。公司2012年开展电商类业务以来，也取得较大进展。2013年，三六五网将新房电商服务从原来在有限网站试点，推广到所有分站开展，使得电商类业务在新房业务收入中占比提高了约10%。2014年1月，三六五网推出旗下P4P贷款平台：365金融超市。这项服务是将互联网金融与房地产、家居等传统实体业务结合起来，对网友购房、装修等多种需求提供贷款服务的金融平台，合作机构中南京最多。但目前公司从此平台中仅获取渠道费用。此举是公司转型至“网络媒体+电子商务”的关键性步骤。

另外，2014年公司开展了“365网盟”计划，吸收一些有潜质的企业作为城市代理加盟商；三六五网将为加盟企业提供网络平台支持、人员培训等服务。公司现在处于房地产行业的回暖以及电商、移动、网盟、家居O2O等多项业务的快速发展，并且公司管理层的态度积极，未来前景看好。

6、盈利预测与估值

我们预测公司2014年、2015年和2016年的收入规模分别为5.08亿元、6.86亿元和8.92亿元，同比增速分别为35%、35%和30%，归属于母公司的净利润分别为1.6亿、2.13亿元和2.78亿元，同比增速分别为40%、32.5%和31%，目前市值对应估值为35倍、26倍和20倍，给予买入评级。

上述盈利预测主要基于以下假设条件：

- 1) 根据公司2014半年度报告，2014上半年公司整体经营情况良好，房地产市场延续去年的良好态势，公司把握了市场机会，拓展了房地产家居电商类业务，加大营销力度，营收较去年同期增长40.73%。考虑到互联网渗透率进一步增大、房地产市场逐渐回暖、广告由线下向线上的转移，且公司的布局为二三线和中西部城市，我们预测公司未来三年的营业收入增长率为35%，35%，30%。
- 2) 2014年上半年，公司加强了费用控制力度。销售费用、管理费用增速较前几年放缓。我们预测未来三年公司销售费用增长率为32%，32%，27%；管理费用增长率为33.7%，31%，25.8%。

图表 11: 三六五网盈利预测

证券代码:	300295.sz				股票价格:	105.88				投资评级:	买入				日期:	2014-08-22			
财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	每股指标与估值	2013	2014E	2015E	2016E										
盈利能力					每股指标														
ROE	15.4%	19.5%	22.8%	25.9%	摊薄EPS	2.14	3.01	3.99	5.22										
毛利率	94.3%	94.3%	94.3%	94.3%	BVPS (最新股本)	13.78	15.38	17.51	20.30										
期间费率	61.5%	59.2%	58.6%	57.7%	估值														
销售净利率	30.4%	31.6%	31.0%	31.2%	P/E	49.4	35.2	26.6	20.3										
成长能力					P/B	7.7	6.9	6.0	5.2										
收入增长率	26.1%	34.9%	35.0%	30.0%	P/S	15.0	11.1	8.2	6.3										
利润增长率	12.9%	40.3%	32.5%	30.9%															
营运能力					利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E										
总资产周转率	0.45	0.54	0.64	0.71	营业收入	377	508	686	892										
应收账款周转率	10.23	-1082.36	-35.31	-68.39	营业成本	21	29	39	759										
存货周转率	n/a	n/a	n/a	n/a	营业税金及附加	10	13	18	23										
偿债能力					销售费用	154	204	269	343										
资产负债率	11.2%	12.4%	13.4%	14.1%	管理费用	81	109	143	179										
流动比	8.59	7.82	7.25	6.90	财务费用	(14)	(25)	(28)	(32)										
速动比	8.59	7.79	7.20	6.83	其他费用/(-收入)	(1)	(1)	(1)	(1)										
资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	营业利润	123	178	245	326										
现金及现金等价物	676	773	876	987	营业外净收支	13	13	13	13										
应收款项	37	(0)	(19)	(13)	利润总额	136	191	258	339										
存货净额	0	3	8	12	所得税费用	26	37	50	66										
其他流动资产	97	132	180	235	净利润	109	153	208	273										
流动资产合计	810	907	1044	1220	少数股东损益	(5)	(7)	(5)	(5)										
固定资产	11	14	14	14	归属于母公司净利润	114	160	213	278										
在建工程	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E										
无形资产及其他	2	2	2	1	经营活动现金流	154	170	200	239										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	109	153	208	273										
资产总计	838	939	1075	1252	少数股东权益	(5)	(7)	(5)	(5)										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4	2	3	3										
应付款项	0	2	4	5	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	50	70	96	128	营运资金变动	46	(22)	(61)	(99)										
其他流动负债	44	44	44	44	投资活动现金流	(90)	(3)	(0)	(0)										
流动负债合计	94	116	144	177	资本支出	1	(3)	(0)	(0)										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0										
其他长期负债	0	0	0	0	其他	(91)	0	0	0										
长期负债合计	0	0	0	0	筹资活动现金流	34	(75)	(99)	(130)										
负债合计	94	116	144	177	债务融资	0	0	0	0										
股本	53	53	53	53	权益融资	7	0	0	0										
股东权益	744	823	931	1075	其它	27	(75)	(99)	(130)										
负债和股东权益总计	838	939	1075	1252	现金净增加额	97	92	100	109										

数据来源: wind、国海证券研究所

7、风险提示

房地产销售大幅低于预期风险，新业务拓展失败风险。

【分析师承诺】

张广荣，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。