

明牌珠宝 (002574)

行业名称	轻工制造
投资建议	买入
当前价格:	13.04元
目标价格:	15.65元

收购好屋中国剩余 75% 股权，借力房产电商推动互联网转型

投资要点:

➢ 24 亿元收购苏州好屋剩余 75% 股权

9月26日，公司公告，拟向汪妹玲等16名股东以发行股份及支付现金方式购买其持有苏州好屋的75%股权，并向特定对象增发募集配套资金。①收购资产：资产作价24亿元，其中现金支付7.2亿元，以10.55元/股增发1.59亿股，总价16.8亿元；②募集配套资金：向尹美娟、红星家具、等10名特定投资者以10.55元/股增发0.72亿股募集配套资金7.6亿元。

➢ 房地产行业中长期趋稳，房地产创新营销模式显现

房地产行业中长期趋稳，发展空间可期，快速增长趋缓后房地产电商营销模式显现，房地产营销模式从传统的营销方案策划、广告投放等向全渠道营销、线上平台与线下经纪人联动及大数据精准营销等模式改变。

➢ 苏州好屋：房产O2O先驱者，重构房产交易生态体系

苏州好屋创立于2012年，是国内首家基于移动互联网的房产一站式全民众销平台，业务覆盖新房电商、二手房交易及大数据信息服务。相较于传统房地产营销模式，苏州好屋利用互联网和强大资源整合能力，大幅减少中间环节，降低交易成本，其新颖的业务模式获得市场广泛认可。

➢ 携手好屋中国实现协同，践行“珠宝+互联网电商”发展战略

携手好屋中国实现经营协同和资源共享，深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略，具体来看，一方面、实现经营协同和资源共享，双方互惠互利，另一方面、达成战略协同，深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略。

➢ 给予买入评级

明牌珠宝作为传统珠宝企业龙头，在传统线下实体经济低迷背景下，力图创新商业模式。本次收购好屋中国剩余75%股权，一方面、实现经营协同和资源共享，双方互惠互利，另一方面、达成战略协同，深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略。好屋中国16-18年承诺业绩分别为1.9亿/2.5亿/3.2亿，假设本次定增16年底完成，我们预计公司16-18年利润分别为5000万/3.1亿/4.0亿，EPS分别为0.10元/0.41元/0.53元，当前股价对应PE分别为137X, 31X, 25X。

➢ 风险提示

好屋中国未来盈利水平不及预期评估值。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	6,842.11	5,239.66	3,405.78	4,307.23	4,714.25
增长率(%)	-20.05%	-23.42%	-35.00%	26.47%	9.45%
EBITDA(百万元)	310.64	168.02	34.20	425.89	533.97
净利润(百万元)	199.64	61.30	50.17	314.58	399.25
增长率(%)	139.26%	-69.30%	-18.15%	527.01%	26.92%
EPS(元/股)	0.38	0.12	0.10	0.41	0.53
市盈率(P/E)	34.49	112.32	137.23	31.46	24.79
市净率(P/B)	2.26	2.25	2.48	3.07	2.85
EV/EBITDA	16.29	67.96	173.29	23.47	15.97

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	528/528
流通A股市值(百万元)	6,885
每股净资产(元)	5.81
资产负债率(%)	36.08
一年内最高/最低(元)	22.90/9.73

一年内股价相对走势



刘章明 分析师
 执业证书编号: s1110516060001
 电话:
 邮箱: liuzm@sh.tfzq.com

孙海洋 联系人
 电话:
 邮箱: sunhy@sh.tfzq.com

相关报告

1、《明牌珠宝(002574)\轻工制造行业》
 2016.08.26

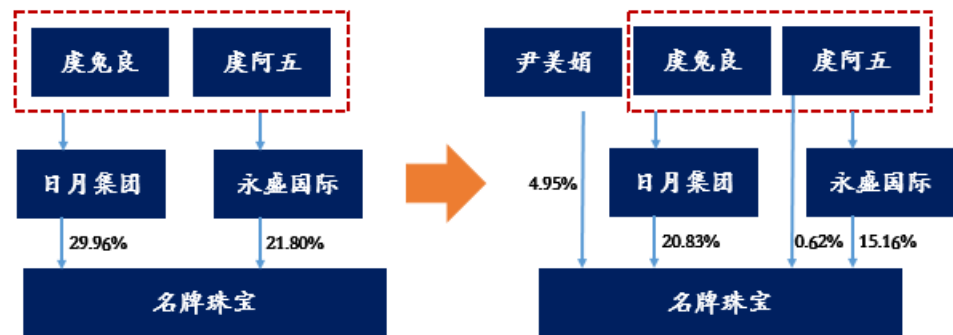


报告信息

24 亿元收购苏州好屋剩余 75%股权，9月26日，公司公告，拟向汪妹玲等16名股东以发行股份及支付现金方式购买其持有苏州好屋的75%股权，并向特定对象增发募集配套资金。①收购资产：资产作价24亿元，其中现金支付7.2亿元（占比30%），以10.55元/股增发1.59亿股，总价16.8亿元（占比70%）；②募集配套资金：向尹美娟、红星家具、上海韬颜等10名特定投资者以10.55元/股增发0.72亿股募集配套资金7.6亿元。

本次募集的配套资金总金额不超过7.6亿元，在扣除中介机构费用及发行相关费用后，将全部用于支付本次交易的现金对价。同时，交易对方承诺：苏州好屋2016年、17年、18年、19年净利润累计不低于1.9亿元、4.4亿元、7.6亿元、11.6亿元。

图表 1: 交易前后公司股权变化



来源：公司公告，天风证券研究所

虞阿五、虞兔良父子合计持有36.61%股份，仍为实际控制人，本次交易后，并考虑配套融资，公司总股本为7.59亿股，日月集团持有1.58亿股，占总股本的20.83%，永盛国际持有1.15亿股，占总股本的15.16%。本次交易完成后，虞阿五、虞兔良父子通过日月集团控制上市公司20.83%股份，通过永盛国际控制上市公司15.16%股份；尹美娟、虞阿五通过认购本次募集配套资金分别控制上市公司4.95%、0.62%股份。虞兔良与尹美娟为夫妻关系，虞阿五、虞兔良、尹美娟为直系亲属，合计控制上市公司41.56%的股权。

房地产行业中长期趋稳，房地产创新营销模式显现。随着我国人民生活水平不断提高，居民购置住房的需求持续释放，然而在经历规模化扩张和房价快速上涨后，房地产营销模式从传统的营销方案策划、广告投放等向全渠道营销、线上平台与线下经纪人联动及大数据精准营销等模式改变。**第一、房地产行业中长期趋稳，发展空间可期**，2005-2015年，我国商品房销售面积和商品房销售额呈现增长趋势。2014年，我国商品房销售面积和销售额分别为12.06亿平方米和7.63万亿元，2015年商品房销售面积和销售额分别为12.85亿平方米和8.73万亿元，同比增长11.2%。预计未来我国城市人口不断增加和居民收入水平不断提高及土地供应偏紧政策等因素仍旧保持，加之房地产行业的经济支柱地位短期内难以替代，我国房地产行业总体前景依然向好，具有较为广阔的发展空间。**第二、快速增长趋缓后房地产电商营销模式显现，**

目前房地产市场逐步进入信息爆炸，不同区域购房消费差异化加大阶段。**房地产电商企业一方面**利用互联网数据帮助开发商、房地产中介主动了解客户信息并制定战略，**另一方面**提供各类交易增值服务，增强房地产交易过程中的客户体验。

目前国内房地产电商主要模式分为交易平台型、中介代理自营型、互联网信息平台型，代表企业及特点如下表：

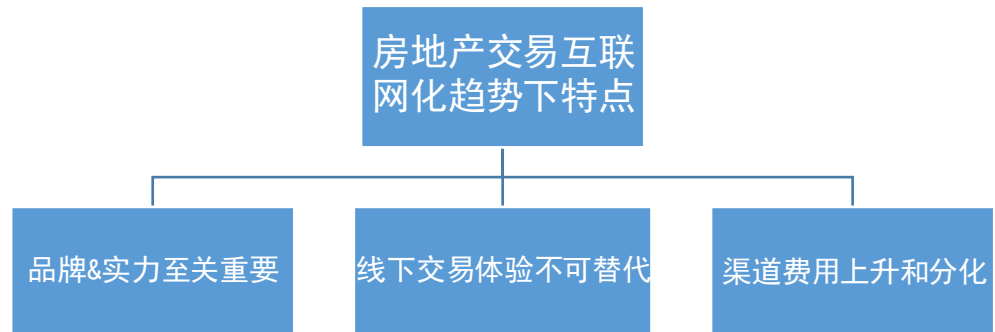
图表 2：苏州好屋主要竞争对手

房地产电商模式	代表企业	服务类型	特点	优势	劣势
交易平台型	苏州好屋、房多多、吉屋科技、房米网	撮合服务	新型电商平台，为开发商精确识别客户并促成交易	线上客户流量有效转化为实际成交；与各类中介公司合作，经纪人数量不受门店限制	外部经纪人团队管理难度较大；C端流量较少
中介、代理自营型	链家、世联行、爱屋吉屋、我爱我家、中原地产	交易服务	线下中介、代理公司向线上整合，搭建房地产信息发布及服务提供平台，通过线上平台引导购房者进入线下门店	有效利用线下优势业务，线下资源整合能力较强	线下主要使用自有门店，固定支出及维护成本高；对于门店未覆盖区域，业务开展难度大；线上平台缺乏C端流量
互联网信息平台型	搜房网、新浪乐居、赶集网、三六五网	媒体广告服务	线上房地产信息发布平台向线下服务延伸，通过入股线下中介公司或整合线下营销资源等方式进入房地产交易环节	品牌认知度较高；线上C端流量较大	线下交易经验不足，线上C端流量转化为线下成交难度较大

来源：公司公告，天风证券研究所

对于房地产电商来说，品牌与实力至关重要，不仅直接影响购房者的投资决策，还是与房地产开发商长期合作的重要保证。由于房地产交易高单价、低频率和非标准化的特点，未来线下交易体验仍无法被替代，行业向线上与线下进一步高效整合的方向发展。此外，随着房地产市场逐渐从卖方市场转变为买方市场，新房交易将呈现渠道费上升趋势，围绕新房交易的渠道服务将日益多元化，经纪人和电商平台相比传统的广告媒体和代理公司将分配得更多收入。

图表 3: 房地产交易互联网化趋势下特点

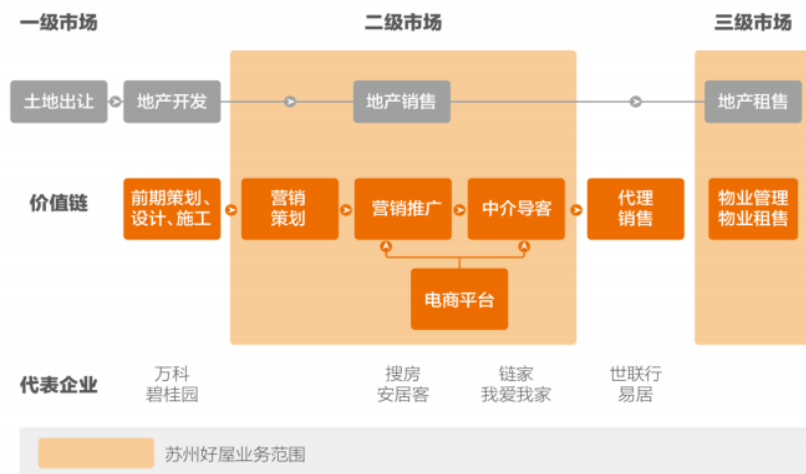


来源: 公司公告, 天风证券研究所

苏州好屋: 房产 O2O 先驱者, 重构房产交易生态体系。 苏州好屋创立于 2012 年, 是国内首家基于移动互联网的房产一站式全民众销平台, 业务覆盖新房电商、二手房交易及大数据信息服务。相较于传统房地产营销模式, 苏州好屋利用互联网和强大资源整合能力, 大幅减少中间环节, 降低交易成本, 其新颖的业务模式获得市场广泛认可。

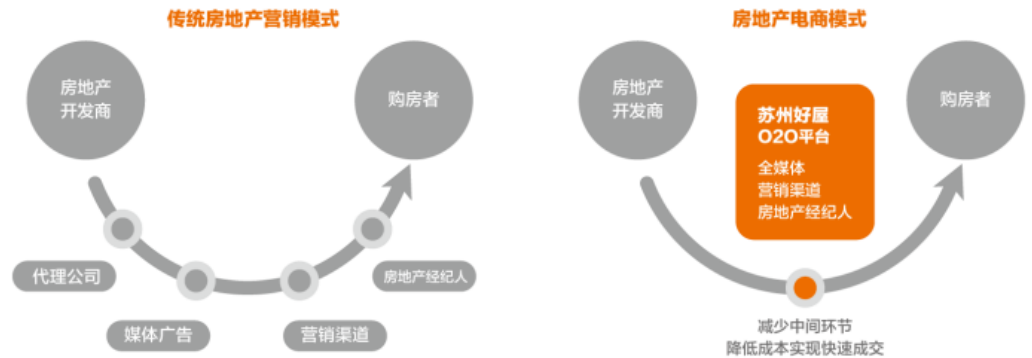
截至 2016 年 8 月, 苏州好屋下属一级子公司 9 家, 二级子公司 15 家, 分公司 42 家, 实现全国 114 个大中城市和 5 个海外城市的布局, 汇聚了包括中海、万科、绿地、保利、招商地产、世茂等 260 多家品牌开发商输送的优质房源、1 万多家专业机构的共享房产数据以及 550 多万经纪人 (包括社会经纪人和专业经纪人) 的数据和专业服务。

图表 4: 房地产行业产业链及苏州好屋业务范围



来源: 公司公告, 天风证券研究所

图表 5: 传统房地产营销模式与房地产电商模式比较



来源：公司公告，天风证券研究所

目前苏州好屋的业务领域包括新房电商服务、二手房交易服务及大数据信息服务。

➤ 新房电商服务

好屋线下对接大量房地产中介公司、社会经纪人和广告营销公司等营销资源提供商，线上自主开发“好屋”、“好屋合伙人”和“助理宝”APP 以及 PC 端网页“好屋”。通过线上线下资源整合，一方面为开发商提供整合营销服务；另一方面利用 PC 端网页、移动端 APP 及第三方搜索引擎等线上载体开展大数据精准营销，为 C 端用户提供购房优惠和增值服务；同时利用互联网工具和服务体系为经纪人提供培训指导服务，有效缩短销售时间，降低营销成本，实现多方共赢。

图表 6: 苏州好屋线下资源丰富

线下资源	基本情况
房地产中介公司	与苏州好屋合作，负责安排经纪人帮助苏州好屋进行楼盘销售，并在销售成交后收取佣金
社会经纪人	非专职的房地产经纪人，帮助苏州好屋推荐新房给有购房意向的朋友，并在销售成交后收取佣金
广告营销公司	为房地产开发商提供派单、CALL 客、户外展示、庆典活动、亲子活动等营销活动的公司

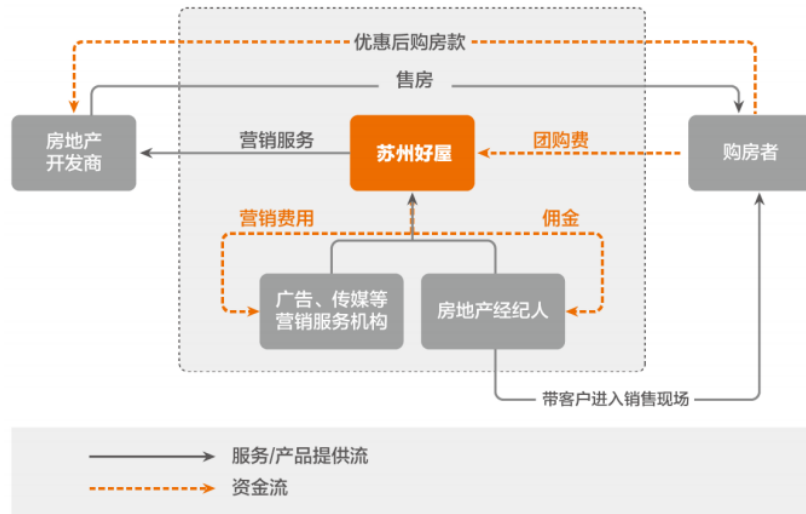
来源：公司公告，天风证券研究所

根据获得收入的资金来源不同，新房电商服务可进一步分为新房团购服务和新房分销服务。

1) 新房团购服务

好屋与开发商签订团购服务合同，通过线上与线下资源为房地产项目拓展客户渠道，组织购房客户到房地产销售案场参与房地产销售。房地产开发商同意收取团购费，并给予购房客户购房优惠。

图表 7: 新房团购服务的业务流程



来源: 公司公告, 天风证券研究所

假设某楼盘项目采用存 3 万抵 10 万的团购方式, 对于购房者而言, 支付 3 万元团购费后, 即可 10 万元享受购房总价的折扣价, 由此获得购房优惠 7 万元; 对于好屋而言, 则可收入 3 万的团购费, 扣除支付给经纪人的 2 万佣金以及全媒体等其他广告营销公司费用 0.4 万, 可获得净利润 0.6 万元。在该种模式下, 开发商让利购房者和苏州好屋, 让利部分可视为其营销费用, 其中一部分成为购房优惠, 另一部分成为苏州好屋收入。

图表 8: 举例分析团购模式

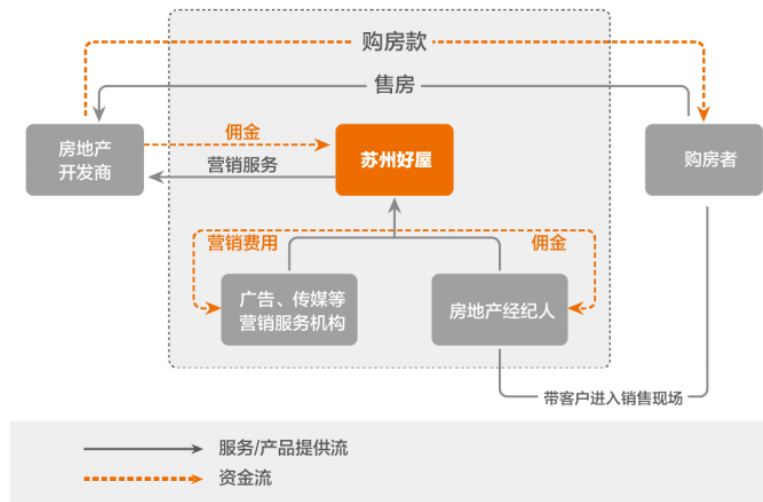


来源: 公司公告, 天风证券研究所

2) 新房分销服务

在该种模式下, 好屋为房地产开发商提供整合营销服务, 并根据实际销售业绩获得开发商支付的佣金作为收入。

图表 9: 新房分销服务业务流程

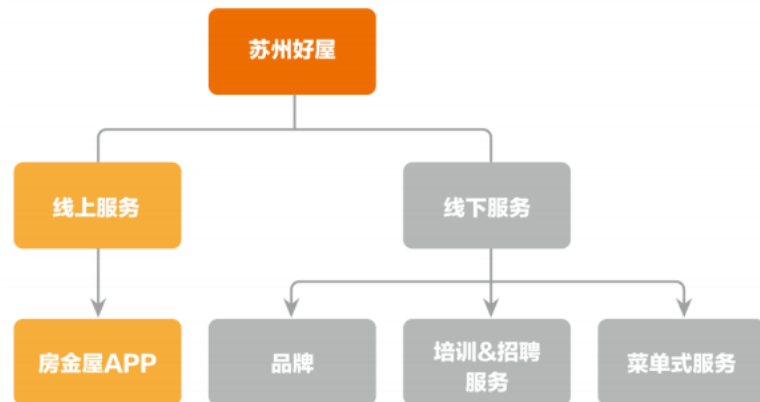


来源: 公司公告, 天风证券研究所

➤ 二手房交易服务

二手房交易服务分为线上服务和线下服务。其中, 线上通过开发二手房信息及交易服务平台“房金屋 APP”, 为二手房销售者、房地产经纪人和购房者提供房源、客源流量信息等, 实现资源共享; 线下为中小房地产中介公司提供“好屋”的品牌使用权、人员培训及其他衍生服务。

图表 10: 二手房交易服务模式



来源: 公司公告, 天风证券研究所

➤ 大数据信息服务

大数据信息服务是好屋正积极探索的业务领域, 主要应用于房地产后服务市场, 包括精准营销、设计、家装和艺术家居等。好屋一端对接设计、家装、艺术家居产品及服务提供商, 另一端对接购房者, 通过大数据匹配客户需求, 为购房客户推荐购房后的衍生产品及服务。

图表 11: 设计、家装、家居服务业务流程



来源：公司公告，天风证券研究所

盈利模式：目前，苏州好屋主要通过向开发商提供一手房电商服务收取团购费及服务费。未来，伴随业务的进一步拓展，好屋或将形成新房电商服务、二手房交易服务和大数据信息服务三足鼎立的业务格局。

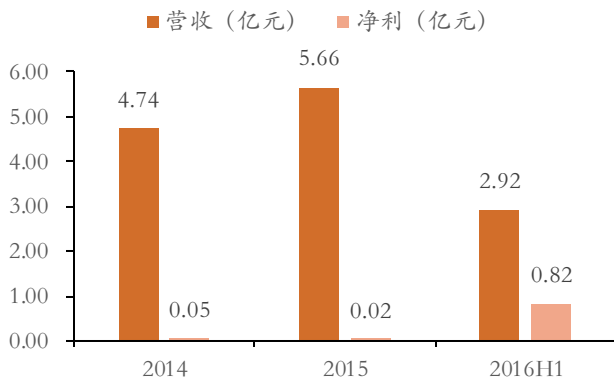
图表 12: 苏州好屋盈利模式

经营模式		与房地产商 结算方式	与购房者结 算方式	与房地产经纪 人结算方式	与广告、媒 体公司结算 方式	与设计、家装 和艺术家居产 品及服务提供 商结算方式	盈利模式
新房 电商 服务	新房 团购 服务	不直接结算	收取团购费	佣金，按照房 产销售总额抽 取一定比例支 付	服务费，按 笔支付	-	赚取服务结算 价差及服务费
	新房 分销 服务	佣金，按照 房产销售总 额抽取一定 比例收取	不直接结算	佣金，按照房 产销售总额抽 取一定比例支 付	服务费，按 笔支付	-	赚取服务结算 价差
二手房交易服 务		-	不直接结算	收取增值服务 费	-	-	赚取服务费
大数据信息服 务		-	不直接结算	-	-	服务费，按照 交易金额抽取 一定比例收取	赚取服务费

来源：天风证券研究所

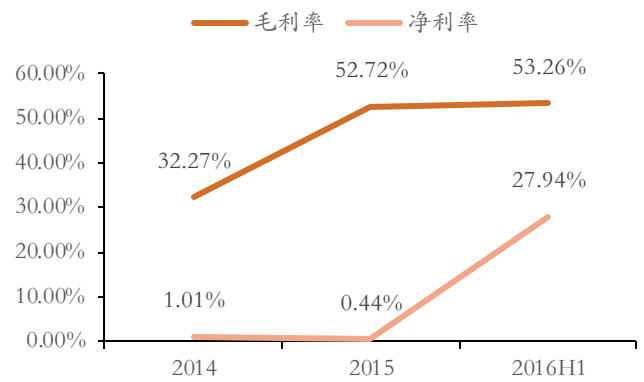
财务状况。凭借先进的商业模式，自成立以来，苏州好屋实现业绩的快速增长。2014/15/16H1 营收分别为 4.74/5.66/2.92 亿元，净利润分别为 0.05/0.02/0.82 亿元。强大资源整合能力更是带来毛利率的快速提升，2014/15/16H1 毛利率分别为 32.27%、52.72%、53.26%。

图表 13: 2014-2016H1 营收与净利



来源: 公司公告, 天风证券研究所

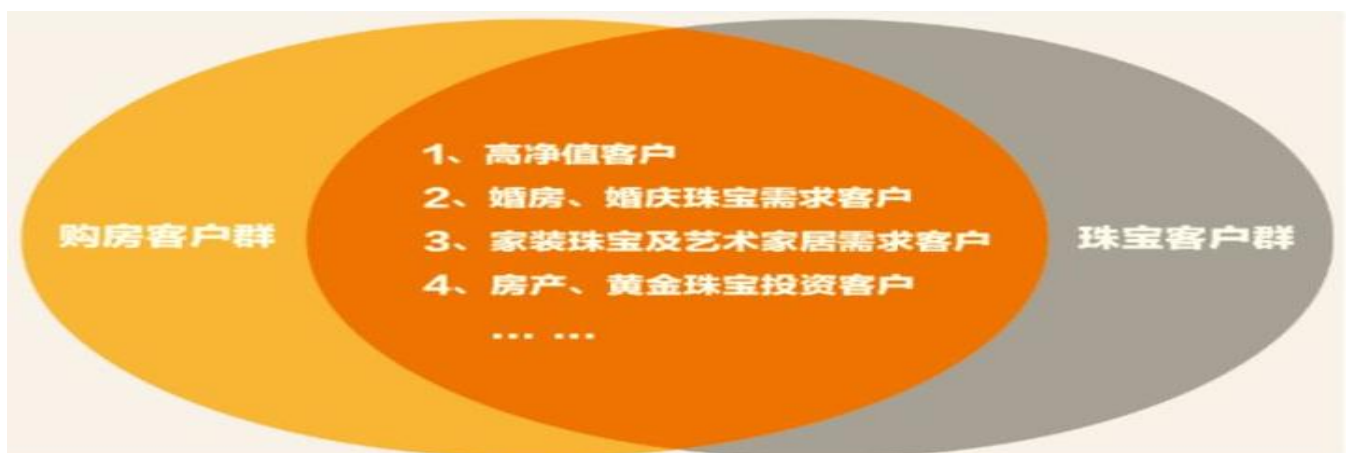
图表 14: 2014-2016H1 毛利率与净利率



来源: 公司公告, 天风证券研究所

携手好屋中国实现经营协同和资源共享, 深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略, 公司主要从事黄金珠宝的设计生产和销售, 近年来受黄金珠宝首饰行业大环境影响以及互联网对传统销售渠道的冲击, 公司积极探索传统珠宝与互联网电商相结合突破口, 本次收购苏州好屋 75% 股权将全面落实发展“互联网电商和创新销售渠道”的长期发展战略, 具体来看, **一方面、实现经营协同和资源共享, 双方互惠互利**, 公司与苏州好屋均拥有较完善的营销网络和较成熟的管理经验, 客户资源遍布全国, 未来双方可有效利用现有珠宝销售网络和房地产电商平台, 实现经营协同和资源共享。公司将在珠宝设计、销售环节新增“家装珠宝”等定制化产品, 并用于房地产交易, 提升苏州好屋附加值。此外, 公司将借鉴苏州好屋“互联网+”模式, 搭建珠宝 O2O 平台, 并对实体店铺进行改造升级; **另一方面、达成战略协同, 深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略**, 本次交易前, 公司通过增资+受让老股取得苏州好屋 25% 股份, 本次交易完成后, 公司将在战略分析、规划、执行等层面统一协调“珠宝+互联网电商”业务, 实现将珠宝销售与房地产电商平台有机结合, 形成共同营销的战略规划, 在战略执行层面也能发挥双方的互补性和一致性。目前, 公司正在积极与苏州好屋开展合作交流, 借鉴房地产电商模式, 深入实施珠宝“互联网+”综合平台项目。

图表 15: 双方实现经营协同和资源共享



来源: 公司公告, 天风证券研究所

给予买入评级。明牌珠宝作为传统珠宝企业龙头，在传统线下实体经济低迷的大背景下，力图创新商业模式。本次收购好屋中国剩余 75% 股权，一方面、实现经营协同和资源共享，双方互惠互利，另一方面、达成战略协同，深刻践行“珠宝+互联网电商”发展战略。未来公司或将围绕“互联网+”战略，打造多元化的投资生态和业务生态。公司原股本 5.28 亿股，本次增发后股本为 7.59 亿股，当前股价对应增发后市值为 98.97 亿元，假设公司原有主业 16-18 年利润分别为 5000 万/6000 万/7000 万，好屋中国 16-18 年承诺业绩分别为 1.9 亿/2.5 亿/3.2 亿，假设本次定增 16 年底完成，我们预计公司 16-18 年利润分别为 5000 万/3.1 亿/3.9 亿，EPS 分别为 0.10 元/0.41 元/0.53 元，当前股价对应 PE 分别为 137X，31X，25X。

图表 16: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017	2018
货币资金	1,437.76	577.57	1,976.33	918.92	2,388.13	营业收入	6,842.11	5,239.6	3,405.78	4,307.2	4,714.2
应收账款	572.83	596.24	292.15	262.32	344.54	营业成本	6,249.8	4,840.3	3,107.77	3,555.0	3,820.9
预付账款	121.84	20.74	58.87	44.31	62.80	营业税金及附加	38.63	18.50	17.03	20.35	23.57
存货	1,815.82	1,531.54	404.11	1,903.08	496.74	营业费用	189.03	191.34	153.26	215.36	245.14
其他	838.03	965.67	722.38	842.02	843.36	管理费用	52.60	57.47	54.49	77.53	94.29
流动资产合计	4,786.27	3,691.76	3,453.83	3,970.66	4,135.56	财务费用	41.19	75.22	-54.21	-61.46	-70.20
长期股权投资	1.47	701.42	701.42	701.42	701.42	资产减值损失	7.17	22.14	58.30	41.10	31.00
固定资产	92.77	84.86	139.42	197.58	244.91	公允价值变动收益	-19.72	-0.75	-0.17	-0.11	0.13
在建工程	57.30	95.78	93.47	104.08	92.45	投资净收益	13.38	48.04	10.20	15.40	18.70
无形资产	55.34	53.91	52.42	50.93	49.43	其他	12.67	-94.59	-20.06	-30.58	-37.66
其他	9.21	323.15	13.18	14.06	14.68	营业利润	257.31	81.96	79.17	474.63	588.37
非流动资产合计	216.09	1,259.12	999.91	1,068.08	1,102.90	营业外收入	13.89	11.08	7.10	10.69	9.63
资产总计	5,002.36	4,950.89	4,453.74	5,038.74	5,238.46	营业外支出	7.52	5.43	11.10	18.10	11.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	263.68	87.61	75.17	467.23	586.45
应付账款	65.03	60.39	5.25	70.68	14.24	所得税	64.27	30.82	26.31	163.53	205.26
其他	798.34	840.27	673.99	766.08	786.36	净利润	199.41	56.79	48.86	303.70	381.19
流动负债合计	863.37	900.65	679.24	836.75	800.61	少数股东损益	-0.23	-4.51	-1.31	-10.88	-18.06
长期借款	96.80	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利	199.64	61.30	50.17	314.58	399.25
应付债券	992.98	996.16	993.12	994.09	994.46	每股收益(元)	0.38	0.12	0.10	0.41	0.53
其他	0.00	0.00	1.68	0.56	0.75						
非流动负债合计	1,089.78	996.16	994.80	994.65	995.20						
负债合计	1,953.15	1,896.81	1,674.04	1,831.40	1,795.81	主要财务比率					
少数股东权益	4.43	-0.08	-1.33	-12.02	-29.68		2014	2015	2016E	2017	2018
股本	528.00	528.00	528.00	759.00	759.00	成长能力					
资本公积	1,650.74	1,650.74	1,344.40	1,344.40	1,344.40	营业收入	-20.05%	-23.42%	-35.00%	26.47%	9.45%
留存收益	2,517.14	2,525.64	2,253.03	2,460.36	2,713.33	营业利润	129.84	-68.15%	-3.41%	499.54	23.96%
其他	-1,651.10	-1,650.23	-1,344.40	-1,344.40	-1,344.40	归属于母公司净利	139.26	-69.30%	-18.15%	527.01	26.92%
股东权益合计	3,049.21	3,054.07	2,779.70	3,207.34	3,442.65	获利能力					
负债和股东权益总	5,002.36	4,950.89	4,453.74	5,038.74	5,238.46	毛利率	8.66%	7.62%	8.75%	17.46%	18.95%
						净利率	2.92%	1.17%	1.47%	7.30%	8.47%
						ROE	6.56%	2.01%	1.80%	9.77%	11.50%
						ROIC	9.95%	3.78%	0.50%	14.73%	10.15%
						偿债能力					
						资产负债率	39.04%	38.31%	37.59%	36.35%	34.28%
						净负债率	-19.18%	-18.81%	7.93%	-41.46%	-3.70%
						流动比率	5.54	4.10	5.08	4.75	5.17
						速动比率	3.44	2.40	4.49	2.47	4.55
						营运能力					
						应收账款周转率	12.64	8.96	7.67	15.54	15.54
						存货周转率	3.46	3.13	3.52	3.73	3.93
						总资产周转率	1.39	1.05	0.72	0.91	0.92
						每股指标(元)					
						每股收益	0.38	0.12	0.10	0.41	0.53
						每股经营现金流	0.70	0.65	2.81	-2.25	2.96
						每股净资产	5.77	5.78	5.27	4.24	4.57
						估值比率					
						市盈率	34.49	112.32	137.23	31.46	24.79
						市净率	2.26	2.25	2.48	3.07	2.85
						EV/EBITDA	16.29	67.96	173.29	23.47	15.97
						EV/EBIT	16.95	72.64	237.5	24.20	16.45

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)