

业绩增速略有放缓，现金流显著好转

——2018 年中报点评



核心观点

- **业绩增速略有放缓，经营现金流情况大为好转。**2018H1 公司实现营业收入 36.7 亿元，同比增长 10.0%；实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 4.6%。业绩增速放缓主要是由于受到代理业务影响，其中代理业务 2018H1 的毛利率下滑至 27.2%，较去年同期下降了 1.3 个百分点。公司 2018 年上半年经营活动产生的现金流量净额同比增加了 82.1%，主要是由于公司金融业务加强了贷款的回收，同时稳健放贷，现金流量净额较去年同期净增 22 亿元。
- **受政策及结算影响代理业务营收同比下滑，电商业务毛利率不断提升。**2018H1 公司代理销售业务收入为 14.1 亿元，同比下降 14.5%；已结算代理销售金额及面积分别同比下降 15.7%、9.6%。房地产调控政策及融资渠道受限影响项目结算进度，但公司代理费率仍稳定在 0.83%。2018H1 公司电商业务（房联宝）实现营业收入 10.0 亿元，同比增长 9%，毛利率已提升至 30.4%，外部性优势逐步显现。
- **金融业务进入重质量阶段，公寓业务盈利仍需时日。**2018H1 金融服务业务实现营业收入 4.0 亿元，同比增长 89%。截止至 2018 年 6 月底，公司小贷余额为 46.4 亿元，较 2017 年底的 48.5 亿元略有减少，主要由于公司在 2018 年加强了信贷业务审核与风控。公寓业务上，公司目前已开业运营近 4 万间集中式长租公寓，收入规模快速上升，2018H1 实现营收 1.7 亿元。但由于公寓业务前期资本开支仍然较大，因此业务整体盈利仍需等待时日。

财务预测与投资建议

- **维持买入评级，目标价 9.86 元（原目标价 13.44 元）。**考虑到代理业务毛利率的下滑及电商业务增速放缓，我们调整 2018-2020 年公司 EPS 为 0.58/0.74/0.91 元（原预测为 0.64/0.80/1.00 元）。可比公司 2018 年 PE 估值为 17X，我们给予公司 2018 年 PE 倍数 17X，对应目标价 9.86 元。

风险提示

- 房地产市场销售大幅低于预期。
- 新业务拓展不力。

公司主要财务信息

| | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 6,270 | 8,212 | 9,975 | 12,241 | 14,589 |
| 同比增长 | 33.1% | 31.0% | 21.5% | 22.7% | 19.2% |
| 营业利润（百万元） | 1,100 | 1,471 | 1,738 | 2,199 | 2,695 |
| 同比增长 | 47.2% | 33.7% | 18.1% | 26.6% | 22.5% |
| 归属母公司净利润（百万元） | 747 | 1,004 | 1,184 | 1,516 | 1,855 |
| 同比增长 | 46.7% | 34.3% | 17.9% | 28.1% | 22.4% |
| 每股收益（元） | 0.37 | 0.49 | 0.58 | 0.74 | 0.91 |
| 毛利率 | 27.8% | 26.5% | 27.6% | 27.9% | 28.3% |
| 净利率 | 11.9% | 12.2% | 11.9% | 12.4% | 12.7% |
| 净资产收益率 | 19.3% | 21.7% | 20.8% | 21.7% | 21.9% |
| 市盈率（倍） | 18.3 | 13.6 | 11.5 | 9.0 | 7.4 |
| 市净率（倍） | 3.3 | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

| | |
|----------------------|------------------|
| 股价（2018 年 08 月 21 日） | 6.68 元 |
| 目标价格 | 9.86 元 |
| 52 周最高价/最低价 | 14.24/5.66 元 |
| 总股本/流通 A 股（万股） | 204,398/201,080 |
| A 股市值（百万元） | 13,654 |
| 国家/地区 | 中国 |
| 行业 | 房地产 |
| 报告发布日期 | 2018 年 08 月 22 日 |

| 股价表现 | 1 周 | 1 月 | 3 月 | 12 月 |
|------------|------|------|-------|-------|
| 绝对表现 (%) | 10.2 | 9.5 | -20.7 | -35.7 |
| 相对表现 (%) | 11.6 | 14.3 | -5.5 | -24.6 |
| 沪深 300 (%) | -1.4 | -4.8 | -15.2 | -11.1 |



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 竺劲

021-63325888*6084
 zhujing1@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860514060003
 房诚琦
 021-63325888*6202
 fangchengqi@orientsec.com.cn
 执业证书编号：S0860518070003

相关报告

| | |
|-------------------|------------|
| 入口布局日趋完善，持续加码存量业务 | 2018-04-01 |
| 业绩维持高增长，盈利能力进一步增强 | 2018-02-28 |
| 携手 58 同城，流量变现持续加速 | 2017-12-19 |

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

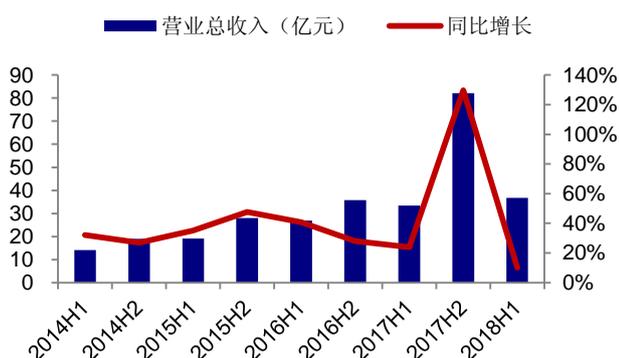
| | |
|---|---|
| 业绩增速略有放缓，现金流情况大为好转..... | 3 |
| 代理业务营收同比下滑，电商业务毛利率持续攀升 | 3 |
| 金融业务进入重质量阶段，公寓业务盈利仍需时日 | 4 |
| 盈利预测与投资建议 | 5 |
| 盈利预测：2018-2020 年 EPS 分别为 0.58/0.74/0.91 元 | 5 |
| 投资建议：买入评级，目标价 9.86 元..... | 5 |
| 风险提示..... | 6 |

业绩增速略有放缓，现金流情况大为好转

业绩增速略有放缓，经营现金流情况大为好转。2018年上半年公司实现营业收入36.7亿元，同比增长10.0%；实现归母净利润3.0亿元，同比增长4.6%。业绩增速放缓主要是由于受到代理业务影响，其中代理业务2018年上半年的毛利率下滑至27.2%，较去年同期下降了1.3个百分点，而代理销售业务的毛利占比仍近5成，因此对公司整体业绩造成了一定影响。

公司2018年上半年经营性现金流情况大为好转，经营活动产生的现金流量净额同比增加了82.1%，主要是由于公司金融业务加强了贷款的回收，同时稳健放贷，由此产生的现金流量净额比上年同期增加22.1亿元。

图1：公司2018H1营收36.7亿，同比增长10.0%



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图2：公司2018H1归母净利润3.0亿，同比增长4.6%



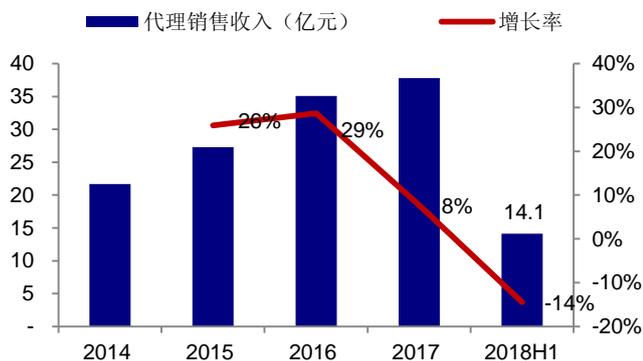
数据来源：公司公告，东方证券研究所

代理业务营收同比下滑，电商业务毛利率持续攀升

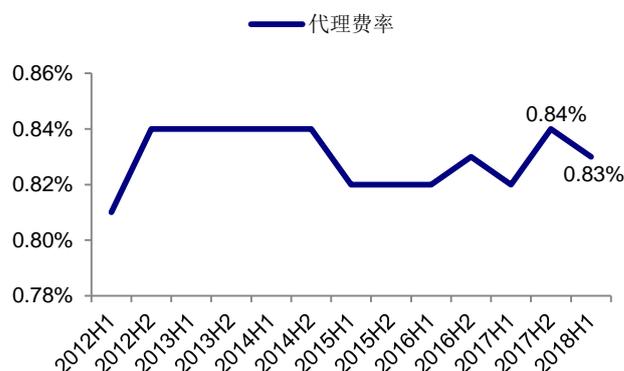
受政策及结算影响代理业务营收同比下滑，代理费率维持稳定。2018年上半年公司代理销售业务收入为14.1亿元，同比下降14.5%；已结算代理销售金额及面积分别同比下降15.7%、9.6%。2018年房地产市场仍然维持强调控，房地产企业融资渠道受限现金流吃紧，直接影响到公司的代理销售业务的结算进度，因此已结算代理销售金额出现了较大幅度的下降。从代理费率情况来看，公司代理业务的费率没有太大的波动，仍然维持在0.83%的水平。

图1：公司2018H1代理销售收入同比负增长

图2：公司2018H1代理费率维持在0.83%

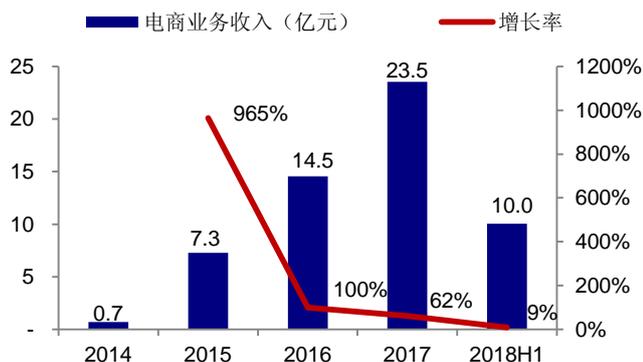


数据来源：公司公告，东方证券研究所



数据来源：公司公告，东方证券研究所

外部性优势显现，电商业务毛利率不断提升。2018年上半年，公司电商业务（房联宝）实现营业收入10.0亿元，同比增长9%。虽然营收增速有所放缓，但电商业务的毛利率却仍在持续提升，2018H1已提升至30.4%，其科技赋能的外部性优势正在持续显现。2018年上半年电商业务在执行的項目数已达770个，同比增长15%。

图3：公司2018H1电商业务营收10.0亿元


数据来源：公司公告，东方证券研究所

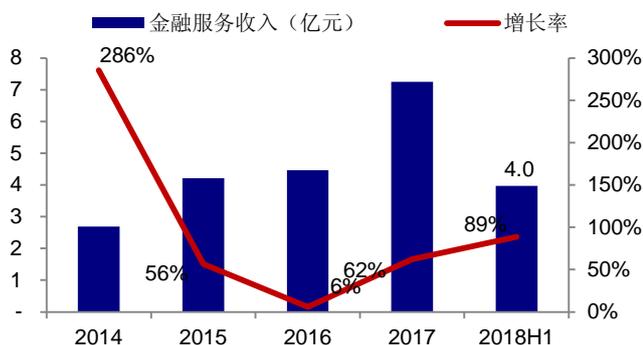
图4：电商业务毛利率提升至30.4%


数据来源：公司公告，东方证券研究所

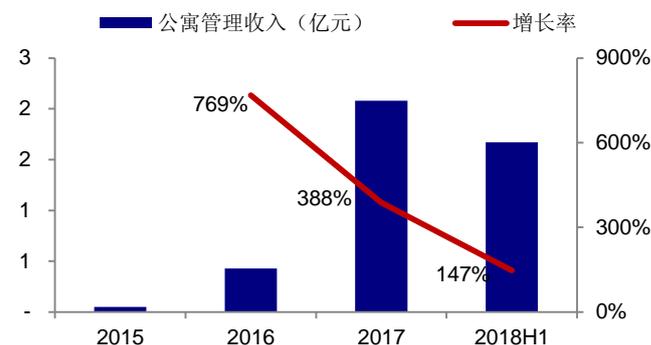
金融业务进入重质量阶段，公寓业务盈利仍需时日

金融服务业务维持高速增长。2018年上半年金融服务业务实现营业收入4.0亿元，同比增长89%，其中99.7%由小额贷款业务贡献。截止至2018年6月底，公司小额贷款余额为46.4亿元，较2017年底的48.5亿元略有减少，主要原因有二，第一是受到资本金规模的限制；第二公司在2018年加强了信贷业务审核与风控，希望借此提高信贷资产的质量。

公寓管理业务营收快速增长，但资本开支仍较大。长租公寓行业是一个需要精耕细作、长久经营的微利行业，公司目前已开业运营近4万间集中式长租公寓，收入规模快速上升，2018年上半年实现营收1.7亿元。但由于公寓业务前期资本开支仍然较大，因此业务整体盈利仍需等待时日。

图 5：公司 2018H1 金融服务业务营收 4.0 亿元


数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 6：公司 2018H1 公寓管理业务营收 1.7 亿元


数据来源：公司公告，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测：2018-2020 年 EPS 分别为 0.58/0.74/0.91 元

我们预测公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.58/0.74/0.91 元。

我们对公司 2018-2020 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 2018-20 年代理销售额增长率为 15%。
- 2) 公司 2018-20 年代理业务毛利率 33%，电商业务毛利率分别为 20%/22%/22%，金融业务毛利率 60%，资产服务业务毛利率分别为 10%/10%/12%。
- 3) 公司 2018-20 年金融业务贷款余额分别为 54/60/65 亿元。
- 4) 公司 2018-20 年管理费用率维持在 8%。
- 5) 公司 2018-20 年的所得税率为 29%/28%/28%。

投资建议：买入评级，目标价 9.86 元

维持买入评级，目标价 9.86 元（原目标价 13.44 元）。我们预测 2018-2020 年公司 EPS 为 0.58/0.74/0.91 元（原预测为 0.64/0.80/1.00 元）。可比公司 2018 年 PE 估值为 17X，我们给予公司 2018 年 PE 倍数 17X，对应目标价 9.86 元。

表 1：可比公司估值

| 公司 | 代码 | 最新价格 (元) | | 每股收益 (元) | | | | 市盈率 | | | |
|------|-----------|-----------|-------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--|
| | | 2018/8/21 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | |
| 光大嘉宝 | 600622.SH | 6.45 | 0.61 | 0.58 | 0.70 | 0.85 | 11 | 11 | 9 | 8 | |

| | | | | | | | | | | |
|--------|-----------|-------|------|------|------|------|----|----|----|----|
| 蓝色光标 | 300058.SZ | 5.28 | 0.10 | 0.27 | 0.35 | 0.43 | 53 | 20 | 15 | 12 |
| 易居企业控股 | 2048.HK | 11.08 | | 0.74 | 0.95 | 1.17 | | 15 | 12 | 9 |
| 广联达 | 002410.SZ | 28.60 | 0.42 | 0.48 | 0.57 | 0.74 | 68 | 60 | 50 | 39 |
| 彩生活 | 1778.HK | 6.19 | 0.32 | 0.39 | 0.50 | 0.63 | 19 | 16 | 12 | 10 |
| | 最大值 | | | | | | 68 | 60 | 50 | 39 |
| | 最小值 | | | | | | 11 | 11 | 9 | 8 |
| | 平均数 | | | | | | 38 | 24 | 20 | 16 |
| | 调整后平均 | | | | | | 36 | 17 | 13 | 11 |

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

房地产市场大幅下滑。房地产市场大幅下滑将影响代理业务及电商业务的收入。

新业务拓展不力。长租公寓市场竞争激烈，拓展不力可能将面临长期亏损。

附表：财务报表预测与比率分析

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 货币资金 | 3,271 | 2,522 | 5,811 | 6,462 | 7,464 | 营业收入 | 6,270 | 8,212 | 9,975 | 12,241 | 14,589 |
| 应收账款 | 959 | 1,845 | 1,496 | 1,836 | 2,188 | 营业成本 | 4,525 | 6,033 | 7,219 | 8,828 | 10,466 |
| 预付账款 | 225 | 456 | 399 | 490 | 584 | 营业税金及附加 | 114 | 60 | 150 | 184 | 219 |
| 存货 | 0 | 15 | 0 | 0 | 0 | 营业费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,691 | 6,279 | 5,693 | 5,875 | 6,063 | 管理费用 | 492 | 494 | 798 | 979 | 1,167 |
| 流动资产合计 | 6,146 | 11,117 | 13,399 | 14,663 | 16,299 | 财务费用 | 12 | 62 | 113 | 93 | 85 |
| 长期股权投资 | 32 | 28 | 28 | 28 | 28 | 资产减值损失 | 45 | 139 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 166 | 178 | 214 | 249 | 285 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 18 | 31 | 25 | 25 | 25 |
| 无形资产 | 5 | 4 | 0 | 0 | 0 | 其他 | 0 | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 其他 | 1,435 | 2,306 | 1,244 | 1,494 | 1,744 | 营业利润 | 1,100 | 1,471 | 1,738 | 2,199 | 2,695 |
| 非流动资产合计 | 1,638 | 2,516 | 1,485 | 1,771 | 2,056 | 营业外收入 | 17 | 24 | 20 | 20 | 20 |
| 资产总计 | 7,784 | 13,633 | 14,884 | 16,433 | 18,355 | 营业外支出 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 短期借款 | 480 | 2,447 | 2,447 | 2,447 | 2,447 | 利润总额 | 1,114 | 1,491 | 1,755 | 2,216 | 2,712 |
| 应付账款 | 24 | 221 | 264 | 323 | 383 | 所得税 | 331 | 435 | 509 | 621 | 759 |
| 其他 | 3,011 | 5,777 | 5,679 | 5,751 | 5,888 | 净利润 | 783 | 1,056 | 1,246 | 1,596 | 1,953 |
| 流动负债合计 | 3,516 | 8,445 | 8,390 | 8,521 | 8,717 | 少数股东损益 | 36 | 52 | 62 | 80 | 98 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司净利润 | 747 | 1,004 | 1,184 | 1,516 | 1,855 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益(元) | 0.37 | 0.49 | 0.58 | 0.74 | 0.91 |
| 其他 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 非流动负债合计 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主要财务比率 | | | | | |
| 负债合计 | 3,516 | 8,445 | 8,390 | 8,521 | 8,717 | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 少数股东权益 | 79 | 120 | 183 | 262 | 360 | 成长能力 | | | | | |
| 股本 | 2,045 | 2,044 | 2,044 | 2,044 | 2,044 | 营业收入 | 33.1% | 31.0% | 21.5% | 22.7% | 19.2% |
| 资本公积 | 497 | 538 | 597 | 597 | 597 | 营业利润 | 47.2% | 33.7% | 18.1% | 26.6% | 22.5% |
| 留存收益 | 1,647 | 2,487 | 3,670 | 5,009 | 6,637 | 归属于母公司净利润 | 46.7% | 34.3% | 17.9% | 28.1% | 22.4% |
| 其他 | 0 | (0) | (0) | (0) | (0) | 获利能力 | | | | | |
| 股东权益合计 | 4,268 | 5,189 | 6,494 | 7,912 | 9,637 | 毛利率 | 27.8% | 26.5% | 27.6% | 27.9% | 28.3% |
| 负债和股东权益 | 7,784 | 13,633 | 14,884 | 16,433 | 18,355 | 净利率 | 11.9% | 12.2% | 11.9% | 12.4% | 12.7% |
| | | | | | | ROE | 19.3% | 21.7% | 20.8% | 21.7% | 21.9% |
| | | | | | | ROIC | 16.3% | 17.5% | 15.8% | 17.1% | 17.8% |
| 现金流量表 | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| 单位:百万元 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 资产负债率 | 45.2% | 61.9% | 56.4% | 51.9% | 47.5% |
| 净利润 | 783 | 1,056 | 1,246 | 1,596 | 1,953 | 净负债率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 折旧摊销 | 17 | 98 | (31) | (36) | (36) | 流动比率 | 1.75 | 1.32 | 1.60 | 1.72 | 1.87 |
| 财务费用 | 12 | 62 | 113 | 93 | 85 | 速动比率 | 1.75 | 1.31 | 1.60 | 1.72 | 1.87 |
| 投资损失 | (18) | (31) | (25) | (25) | (25) | 营运能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | (26) | 962 | 952 | (481) | (438) | 应收账款周转率 | 6.8 | 5.9 | 6.0 | 7.3 | 7.3 |
| 其它 | 1,526 | (5,172) | 983 | 0 | 0 | 存货周转率 | - | 793.3 | 949.3 | - | - |
| 经营活动现金流 | 2,294 | (3,026) | 3,238 | 1,148 | 1,540 | 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 资本支出 | 10 | (385) | (0) | (0) | (0) | 每股指标(元) | | | | | |
| 长期投资 | (322) | (1) | (137) | (250) | (250) | 每股收益 | 0.37 | 0.49 | 0.58 | 0.74 | 0.91 |
| 其他 | (122) | (277) | 301 | 25 | 25 | 每股经营现金流 | 1.12 | -1.48 | 1.58 | 0.56 | 0.75 |
| 投资活动现金流 | (434) | (663) | 164 | (225) | (225) | 每股净资产 | 2.05 | 2.48 | 3.09 | 3.74 | 4.54 |
| 债权融资 | (21) | (18) | 0 | 0 | 0 | 估值比率 | | | | | |
| 股权融资 | 263 | 16 | 0 | 0 | 0 | 市盈率 | 18.3 | 13.6 | 11.5 | 9.0 | 7.4 |
| 其他 | (1,711) | 2,875 | (113) | (271) | (313) | 市净率 | 3.3 | 2.7 | 2.2 | 1.8 | 1.5 |
| 筹资活动现金流 | (1,469) | 2,874 | (113) | (271) | (313) | EV/EBITDA | 11.8 | 8.2 | 7.3 | 5.9 | 4.9 |
| 汇率变动影响 | 0 | (1) | 0 | 0 | 0 | EV/EBIT | 12.0 | 8.7 | 7.2 | 5.8 | 4.8 |
| 现金净增加额 | 391 | (816) | 3,289 | 652 | 1,002 | | | | | | |

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

