

转型阵痛，涅槃重生

——2018 年年报及 2019 年一季报点评



核心观点

- 公司 2018 年营收和归母净利润出现下滑，多元业务进展顺利。公司 2018 年实现营业收入 75.3 亿元，同比下降 8.3%；归母净利润 4.2 亿元，同比下降 58.6%，业绩增速处于业绩预告区间内。收入端分业务看，房地产交易服务同比下降 18.6%。交易后服务板块、资产运营服务板块、资产管理板块分别同比增长 20.1%、89.8%、7.1%。多元业务进展顺利，为公司全面发展奠定基础。2019 年一季度收入和业绩表现仍未完全企稳，仍处转型阵痛期。
- 房地产调控影响明显，房地产交易服务业务受到冲击。2018 年公司代理销售业务收入为 33.2 亿元，同比下降 12.3%。公司代理销售业务收入下降的原因：1) 房地产调控严厉，开发商受到政府备案时间延长、银行减少贷款放款规模和自身流动性降低等因素的影响，公司代理服务业务的结算进度变缓；2) 公司代理销售套数出现下滑。2018 年累计代理销售 33.9 万套，同比下降 31.8%。互联网+业务实现营业收入 16.8 亿元，同比下降 28.6%，毛利 4.5 亿元，同比下降 15.1%。2019 年一季度这种影响仍在持续。
- 金融业务增长有所放缓，资管与装修业务增长迅速。金融业务 2018 年收入达 7.7 亿元，增长 6.0%；毛利 4.7 亿元，增长 2.1%。公司 2018 年贷款余额为 39.7 亿元，比上年同期下降 19.9%。主要因公司主动控制了贷款规模。长租公寓收入增长 94.9%，工商资产运营实现收入 1.9 亿元，同比增长 118.0%。装修业务收入大增，实现收入 2.5 亿元，同比增长 108.1%。新业务发展或将成为公司新的增长点。

财务预测与投资建议

- 下调至增持评级，目标价为 5.52 元。我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.23/0.26/0.29 元（原预测为 2019-2020 年 0.74/0.91 元）。盈利下调主要因新房代理数量下降、长租公寓持续投入。可比公司 2019 年 PE 估值为 24X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 24X，对应目标价 5.52 元。

风险提示

- 房地产市场大幅下滑。
- 新业务拓展不力。

公司主要财务信息

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	8,212	7,534	7,927	8,333	8,771
同比增长	31.0%	-8.3%	5.2%	5.1%	5.2%
营业利润 (百万元)	1,471	726	694	771	863
同比增长	33.7%	-50.7%	-4.4%	11.1%	12.0%
归属母公司净利润 (百万元)	1,004	416	464	522	583
同比增长	34.3%	-58.6%	11.6%	12.4%	11.8%
每股收益 (元)	0.49	0.20	0.23	0.26	0.29
毛利率	26.5%	21.7%	19.1%	19.4%	19.9%
净利率	12.2%	5.5%	5.9%	6.3%	6.6%
净资产收益率	21.7%	8.0%	8.4%	8.7%	9.0%
市盈率 (倍)	12.3	29.7	26.6	23.6	21.2
市净率 (倍)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8

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 (下调)

股价 (2019 年 04 月 29 日)	5.26 元
目标价格	5.52 元
52 周最高价/最低价	9.32/4.25 元
总股本/流通 A 股 (万股)	204,297/201,001
A 股市值 (百万元)	12,585
国家/地区	中国
行业	房地产
报告发布日期	2019 年 04 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-3.9	2.7	27.8	-33.9
相对表现 (%)	-2.5	-2.5	0.2	-38.8
沪深 300 (%)	-1.4	5.1	27.6	4.9



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

联系人 房诚琦
021-63325888*6202
fangchengqi@orientsec.com.cn
孙天一
021-63325888-4037
suntianyi1@orientsec.com.cn
马晓东

相关报告

业绩增速略有放缓，现金流显著好转 2018-08-22

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。

营收、业绩出现下滑，多元业务有所突破

公司 2018 年营收和归母净利润出现下滑。公司 2018 年实现营业收入 75.3 亿元，同比下降 8.3%；归母净利润 4.2 亿元，同比下降 58.6%，业绩增速处于业绩预告区间内。收入端分业务看，房地产交易服务同比下降 18.6%。交易后服务板块、资产运营服务板块、资产管理板块分别同比增长 20.1%、89.8%、7.1%。多元业务进展顺利，为公司全面发展奠定基础。

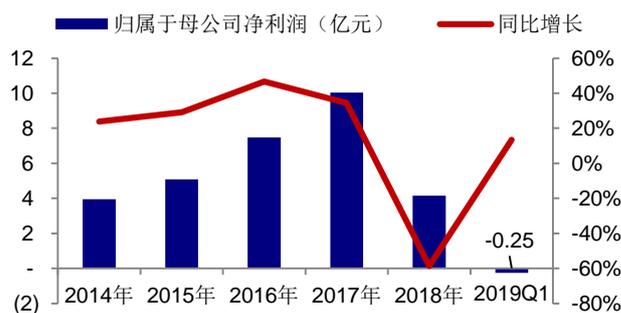
公司 2019 年一季度实现营业收入 13.1 亿元，同比下降 10.5%，归母净利润-2465.0 万元，去年同期为-2846.5 万元，同比少亏 381.5 万元。收入增速较 2018 年全年略有下滑，主要因占主营业务收入 60.2% 的交易服务业务板块收入下降 16.9%，对整体收入形成了拖累。交易服务业务收入的下滑主要由于公司的互联网+业务受市场宏观政策的影响而导致收入减少。归母净利润虽然为负，但与去年同期相比有一定的改善，主要因公司加强信贷业务风控和应收款项的管理与催收。

图 1：公司 2018 年收入下降 8.3%，一季度尚未企稳



资料来源：公司公告、东方证券研究所

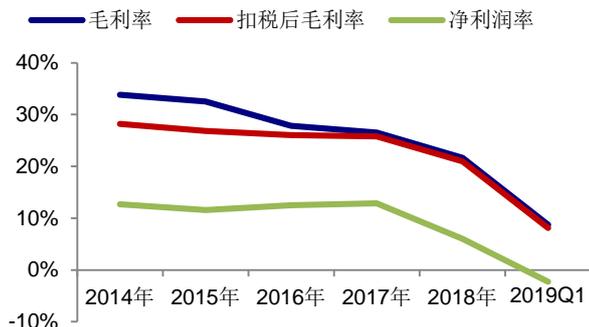
图 2：2018 年归母净利润出现下滑，一季度较同期少亏



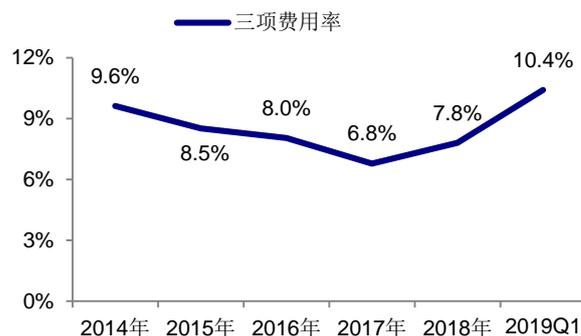
资料来源：公司公告、东方证券研究所

毛利率下滑，三费占比有所回升。公司 2018 年综合毛利率略下滑至 21.7%，较上年下降 4.8 个百分点；扣税后毛利率下降 4.8 个百分点。毛利率下滑主要受代理销售业务影响，该项业务毛利占比 64.1%，毛利率下降了 4.6 个百分点。净利率较 2017 年下降 6.9 个百分点至 6.0%。2018 年三项费用率为 7.8%，较 2017 年上升 1 个百分点。主要是由于融资利息支出增加，导致财务费用大幅增加所致。

2019 年一季度，公司综合毛利率为 8.7%，扣税后毛利率 8.1%，均较去年同期下降 4.1 个百分点。三项费用率 10.4%，较去年同期下降 0.2 个百分点，基本持平。从财务角度来看，公司仍处于转型阵痛期当中。

图 3：2018 年整体毛利率下滑 4.8 个百分点


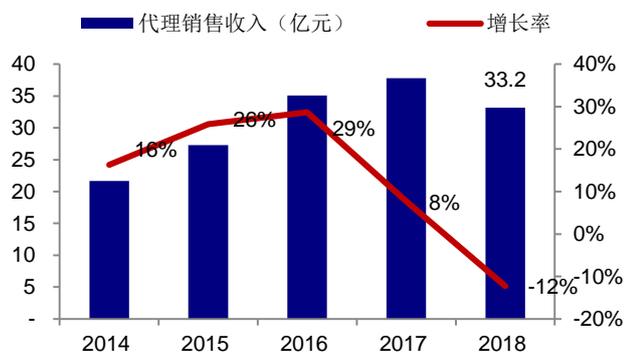
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 4：2018 三项费用率上升 1 个百分点，一季度较同期改善


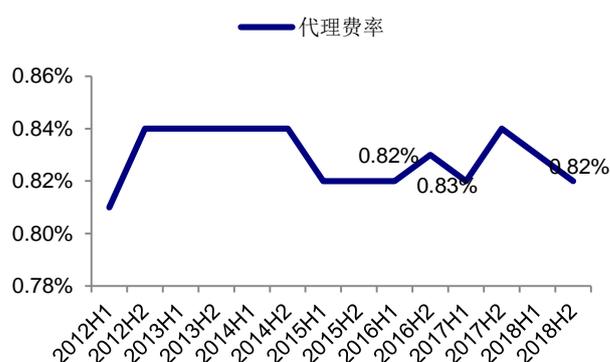
资料来源：公司公告、东方证券研究所

房地产调控影响明显，房地产交易服务业务受到冲击

2018 年公司代理销售业务收入为 33.2 亿元，同比下降 12.3%。公司代理销售业务收入下降的原因主要有：1) 房地产调控严厉，开发商受到政府备案时间延长、银行减少贷款放款规模和自身流动性降低等因素的影响，公司代理服务业务的结算进度变缓；2) 公司代理销售套数出现下滑。2018 年累计代理销售 33.9 万套，同比下降 31.8%。代理费率基本保持稳定，较 2017 年下降了 0.02 个百分点，属于行业的正常波动。

图 5：代理销售业务收入同比下降 12%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：代理业务费率略有下降


资料来源：公司公告、东方证券研究所

互联网+业务喜忧参半，2018 年实现营业收入 16.8 亿元，同比下降 28.6%，毛利 4.5 亿元，同比下降 15.1%，毛利率 26.8%，提升 4.3 个百分点。互联网+业务收入下降主要是因为全国各城市对

于房地产电商的政策持续收紧，公司的互联网+业务拓展受到限制。2018 年在执行项目 1269 个，较 2017 年减少 20 个，为 2014 年以来首次出现项目负增长。由于公司升级至总包平台，业务毛利率提高至 26.8%，较 2017 年上升 4.2 个百分点。

图 7：互联网+业务收入同比下降 29%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

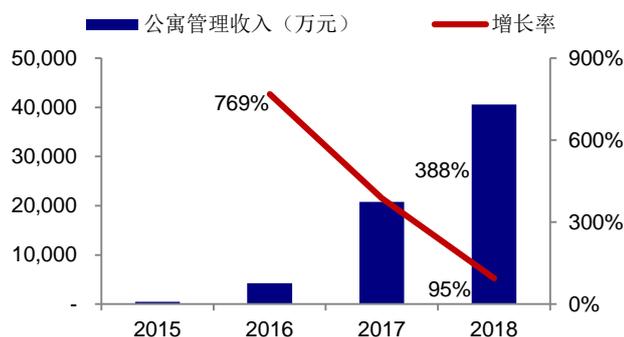
图 8：房地产电商毛利率提升至 26.8%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

长租公寓收入持续增长，工商资产运营成为亮点

2018 年公司资产运营业务实现收入 6.3 亿元，同比增加 89.8%。资产运营业务主要由公寓管理、工商资产运营、小祥社区和其他资产服务组成，收入占比分别为 64.0%、30.7%、4.8%、0.6%。截止至 2018 年底，公寓业务已经覆盖 30 个城市。公司的公寓业务以集中式公寓为主，公寓运营间数 2.9 万间，实现收入 4.1 亿元，同比增长 94.9%。工商资产实际运营面积约 55.5 万平方米(含委托)，实现收入 1.9 亿元，同比增长 118.0%。小祥社区和其他资产服务合计实现收入 3395.6 万元，同比下降 6.5%。

资产运营与资产管理业务发展迅速，展现出成为未来新增长点的潜质。2019 年一季度，由于工商资产运营和公寓管理业务运营规模稳步增长，资产运营服务收入同比增长 53.4%。同时，资产管理服务收入同比增长 20.4%，主要因为公司物业管理服务持续发展，收入同比增长 30.5%。

图 9：公寓管理收入同比增长 95%


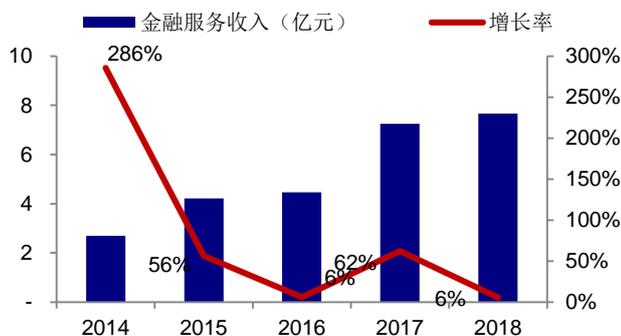
资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 10：工商资产运营占比明显提高

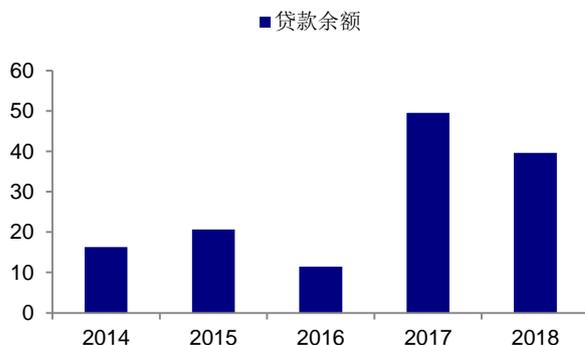

资料来源：公司公告、东方证券研究所

金融业务增长放缓，装修业务增长迅速

金融业务 2018 年收入达 7.7 亿元，增长 6.0%；毛利 4.7 亿元，增长 2.1%。公司 2018 年贷款余额为 39.7 亿元，比上年同期下降 19.9%。在国家去杠杆的大背景下，公司主动控制了业务规模。金融业务的增长出现放缓。装修业务受益于公司代理、金融和资产运营等业务的场景延伸，营业收入为 2.5 亿元，同比增长 108.1%。目前业务覆盖 46 个城市，签约面积超过 70 万平方米。装修业务目前贡献毛利还较少，2018 年贡献毛利 271.8 万。

图 11：金融服务收入同比增长 6.0%


资料来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：2018 年贷款余额为 40 亿元，减少 10 亿元


资料来源：公司公告、东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测：2019-2021 年 EPS 为 0.23/0.26/0.29 元

我们预测未来三年 2019-2021 年公司 EPS 为 0.23/0.26/0.29 元(原预测为 2019-2020 年 0.74/0.91 元)盈利下调主要因代理销售业务的代理销售量出现了明显下降，以及集中式长租公寓仍需要持续投入，会对盈利造成影响。

我们对公司 2019-2021 年盈利预测做如下假设：

- 1) 公司 19-21 年代理销售额增长率为 2.0%、2.5%、2.0%。
- 2) 公司 19-21 年代理业务毛利率 32%，互联网+业务毛利率分别为 18%、17%、16%，金融业务毛利率 60%，资产服务业务毛利率分别为-23%、-16%、-9%。
- 3) 公司 19-21 年管理费用率维持在 8%。
- 4) 公司 19-21 年的所得税率为 29%、28%、28%。

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2019E	2020E	2019E	2020E
代理销售额增速	15.0%	15.0%	2.5%	2.0%
变动幅度			-12.5%	-13.0%
贷款余额	6000	6500	4800	5000
变动幅度			-20.0%	-23.0%
分项目盈利预测				
房地产交易				
销售收入（百万元）	5,427.8	6,241.9	3,510.4	3,506.0
变动幅度			-35.3%	-43.8%
毛利率	33.0%	33.0%	32.0%	32.0%
变动幅度			-1.0%	-1.0%
资产服务				
销售收入（百万元）	1,517.1	1,879.5	1,618.6	1,871.3
变动服务			6.7%	-0.4%
毛利率	10.0%	12.0%	-23.0%	-16.0%
变动幅度			-33.0%	-28.0%
互联网+				
销售收入（百万元）	4,020.9	4,901.5	1,746.7	1,865.9
变动幅度			-56.6%	-61.9%
毛利率	22.0%	22.0%	18.0%	17.0%
变动幅度			-4.0%	-5.0%
金融服务				
销售收入（百万元）	975.2	1,265.9	751.6	790.2
变动幅度			-22.9%	-37.6%

毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
变动幅度				
其他业务				
销售收入（百万元）	300.0	300.0	300.0	300.0
变动幅度				
毛利率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
变动幅度				
销售收入合计	12,240.9	14,588.9	7,927.4	8,333.4
变动幅度			-35.2%	-42.9%
综合毛利率	27.9%	28.3%	19.1%	19.4%
变动幅度			-8.7%	-8.9%

人民币百万元（标注除外）	调整前		调整后	
	2019E	2020E	2019E	2020E
营业收入	12,241	14,589	7,927	8,333
变动幅度			-35.2%	-42.9%
营业利润	2,199	2,695	694	771
变动幅度			-68.5%	-71.4%
归属母公司净利润	1,516	1,855	464	522
变动幅度			-69.4%	-71.9%
每股收益（元）	0.74	0.91	0.23	0.26
变动幅度			-69.4%	-71.9%
毛利率(%)	27.9%	28.3%	19.1%	19.4%
变动幅度			-8.7%	-8.9%
净利率(%)	12.4%	12.7%	5.9%	6.3%
变动幅度			-6.5%	-6.5%

投资建议

下调至增持评级，目标价为 5.52 元。我们预测 2019-2021 年公司 EPS 为 0.23/0.26/0.29 元（原预测为 2019-2020 年 0.74/0.91 元）。盈利下调主要因代理销售业务的代理销售量出现了明显下降，以及集中式长租公寓仍需要持续投入，会对盈利造成影响。可比公司 2019 年 PE 估值为 24X，我们给予公司 2019 年 PE 倍数 24X，对应目标价 5.52 元。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元) 2019/4/28	每股收益(元)				市盈率			
			2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
我爱我家	000560.SZ	6.18	2.54	0.27	0.33	0.39	2	23	19	16
易居企业控股	2048.HK	10.08	2.55	0.81	0.86	1.06	4	13	12	9

绿城服务	2869.HK	6.72	1.32	0.18	0.22	0.28	5	37	31	24
彩生活	1778.HK	5.88	1.55	0.38	0.46	0.56	4	16	13	11
新城悦	1755.HK	7.00	2.51	0.14	0.27	0.38	3	49	26	18
碧桂园服务	6098.HK	14.04	3.51	0.32	0.44	0.57	4	44	32	25
广联达	002410.SZ	28.31	0.51	0.39	0.43	0.56	56	73	66	50
新大陆	000997.SZ	19.02	1.51	0.56	0.76	0.97	13	34	25	20
		最大值					56	73	66	50
		最小值					2	13	12	9
		平均数					11	36	28	22
		调整后平均					5	34	24	19

数据来源：Wind，东方证券研究所

备注：彩生活业绩预测为港元，适用汇率为 1 港元=0.7994 人民币元

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	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,522	2,499	5,935	6,162	6,368	营业收入	8,212	7,534	7,927	8,333	8,771
应收账款	1,845	1,571	1,189	1,250	1,316	营业成本	6,033	5,902	6,411	6,720	7,025
预付账款	456	379	317	333	351	营业税金及附加	60	53	119	125	132
存货	15	11	0	0	0	营业费用	0	0	0	0	0
其他	6,279	5,926	4,540	4,573	4,608	管理费用	494	539	634	667	702
流动资产合计	11,117	10,386	11,981	12,318	12,642	财务费用	62	135	125	107	104
长期股权投资	28	56	56	56	56	资产减值损失	139	238	0	0	0
固定资产	178	166	155	144	133	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	0	0	1	1	2	投资净收益	31	29	25	25	25
无形资产	4	4	0	0	0	其他	18	30	30	30	30
其他	2,306	2,609	1,584	1,834	2,084	营业利润	1,471	726	694	771	863
非流动资产合计	2,516	2,834	1,796	2,035	2,275	营业外收入	24	45	20	20	20
资产总计	13,633	13,220	13,777	14,353	14,916	营业外支出	4	26	3	3	3
短期借款	2,447	2,463	2,463	2,463	2,463	利润总额	1,491	745	711	788	880
应付账款	221	491	534	560	585	所得税	435	295	206	221	246
其他	5,777	4,683	4,698	4,752	4,734	净利润	1,056	450	504	567	634
流动负债合计	8,445	7,637	7,695	7,775	7,782	少数股东损益	52	38	40	45	51
长期借款	0	166	166	166	166	归属于母公司净利润	1,004	412	464	522	583
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.49	0.20	0.23	0.26	0.29
其他	0	0	0	0	0						
非流动负债合计	0	166	166	166	166	主要财务比率					
负债合计	8,445	7,803	7,861	7,940	7,948		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	120	117	158	203	254	成长能力					
股本	2,044	2,043	2,043	2,043	2,043	营业收入	31.0%	-8.3%	5.2%	5.1%	5.2%
资本公积	538	518	555	555	555	营业利润	33.7%	-50.7%	-4.4%	11.1%	12.0%
留存收益	2,487	2,739	3,160	3,612	4,117	归属于母公司净利润	34.3%	-58.6%	11.6%	12.4%	11.8%
其他	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	获利能力					
股东权益合计	5,189	5,417	5,916	6,413	6,969	毛利率	26.5%	21.7%	19.1%	19.4%	19.9%
负债和股东权益	13,633	13,220	13,777	14,353	14,916	净利率	12.2%	5.5%	5.9%	6.3%	6.6%
						ROE	21.7%	8.0%	8.4%	8.7%	9.0%
						ROIC	17.5%	6.6%	7.0%	7.2%	7.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	61.9%	59.0%	57.1%	55.3%	53.3%
净利润	1,056	450	504	567	634	净负债率	0.0%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	98	231	15	11	11	流动比率	1.32	1.36	1.56	1.58	1.62
财务费用	62	135	125	107	104	速动比率	1.31	1.36	1.56	1.58	1.62
投资损失	(31)	(29)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	962	(1,194)	1,899	(30)	(110)	应收账款周转率	5.9	4.4	5.7	6.8	6.8
其它	(5,172)	1,375	595	0	(0)	存货周转率	793.3	451.8	1,174.5	-	-
经营活动现金流	(3,026)	967	3,113	629	614	总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6	0.6
资本支出	(385)	(245)	(1)	(1)	(1)	每股指标(元)					
长期投资	(1)	(450)	190	(250)	(250)	每股收益	0.49	0.20	0.23	0.26	0.29
其他	(277)	124	301	25	25	每股经营现金流	-1.48	0.47	1.52	0.31	0.30
投资活动现金流	(663)	(572)	490	(226)	(226)	每股净资产	2.48	2.60	2.82	3.04	3.29
债权融资	(18)	194	0	0	0	估值比率					
股权融资	16	(43)	0	0	0	市盈率	12.3	29.7	26.6	23.6	21.2
其他	2,875	(581)	(168)	(176)	(183)	市净率	2.4	2.3	2.1	2.0	1.8
筹资活动现金流	2,874	(430)	(168)	(176)	(183)	EV/EBITDA	7.0	10.4	13.7	12.8	11.6
汇率变动影响	(1)	1	0	0	0	EV/EBIT	7.4	13.2	13.9	13.0	11.8
现金净增加额	(816)	(34)	3,436	228	206						

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

