



社区O2O生活电商平台先行者

报告摘要

家电零售与批发业务为主，新兴业务萌芽：公司主营业务是零售及批量分销家电、特许经营及提供维修及安装服务，2012 年公司开始转型电商，2014 年公司将业务拓展至 O2O 社区生活服务及 O2O 彩票销售领域。2014 年公司实现收入人民币 30.9 亿元，同比增长 8.6%，实现净利润 5,800 万元，同比实现扭亏（2013 年亏损 1.43 亿元）。在公司 2014 年收入结构中，零售占比 30.0%，批量分销占比 69.3%，提供服务占比 0.7%，其中在零售和批量分销的商品销售收入中，空调/电视机/洗衣机/电冰箱/其他的比重分别为 73.4%/9.7%/6.4%/5.2%/5.3%。2014 年公司新兴业务萌芽，电商业务收入达 1.17 亿元，同比增长 94.6%，彩票业务从无到有，代理销售彩票 5,210 万元，取得佣金收入 510 万元。

搭建 O2O 生活电商平台：公司起步于家电零售与批发，拥有线下网点与用户资源优势，截至 2014 年底公司线下平台拥有 43 家自营连锁店、73 家加盟连锁店、45 家维修服务网点，以及 2700 多家代理分销网点；公司线上平台则由汇银乐虎网、汇银乐虎 APP、汇银乐虎彩票 APP 和汇银乐虎商城（微商）构成，覆盖 PC 端与移动端；未来公司线下平台将拓展至社区服务站、便民服务中心和老年活动中心等社区服务网点，数量达 10,000 家以上，搭建完整的社区 O2O 生活电商平台。

扩展产品品类，提高平台粘性：在公司的社区 O2O 生活电商平台上，提供的产品将包括家电、彩票、生鲜蔬果、进口食品和健康日用品等，产品供应方式既包括公司自营，亦包括引入第三方供应商和服务商。公司通过完善生活电商平台上的产品与服务种类，提高社区消费者对平台的粘性，而自营产品品类的扩展以及引入第三方供应商则可以为公司创造新的收入来源。

轻资产低成本的运营模式：公司线下网点的扩张会通过政府的惠民工程、菜篮子工程等项目拿到免费的社区服务网点；公司亦致力于融入社区生活，包括大量的红包返还、赞助社区文体活动、开展社区公益活动等，不仅提高公司平台粘性，也获得免租金入驻的机会；公司线下网点的管理也会采用返聘本地退休人员的方式，各方面降低租金、人员和设施成本。

家电 O2O 业务稳定增长：公司传统家电业务将保持稳定增长，未来公司将重点发展增速较高、毛利较好的小家电产品，在公司商品销售收入中，除空调、电视机、洗衣机和冰箱之外的其他家电占比由 2013 年的 3.5% 提高到 2014 年的 5.3%；公司亦将通过拓展代理商线下网点、加强售后服务，以及促销活动来保持家电业务的稳定增长。

O2O 彩票业务快速崛起：公司的彩票业务始于 2014 年下半年，截至年底已代销彩票 5,210 万元，获得佣金收入 510 万元，增长迅猛。公司目前是中国最大的线下彩票运营商，以及中国首家彩票 O2O 运营商；公司拥有江苏和安徽两省体彩与福彩的代理销售授权、上海体彩的代理销售授权，以及安徽体彩移动互联网销售试点牌照；公司目前拥有 500 家线下网点，未来 2 年将扩展到 5,000 至 10,000 家，O2O 彩票将迅速崛起为公司的增量业务。

估值低廉，新兴业务增长迅速：目前公司市值 9.7 亿港元，对应 2014 年静态 PE 13.2 倍，静态 PB 0.91 倍，估值低廉；公司新兴业务，包括电商销售收入和彩票销售收入迅速增长，将提升公司收入与利润成长性。

风险提示：新兴业务进展低于预期；传统家电业务下滑；

评级： 未有

目标价格： 未有

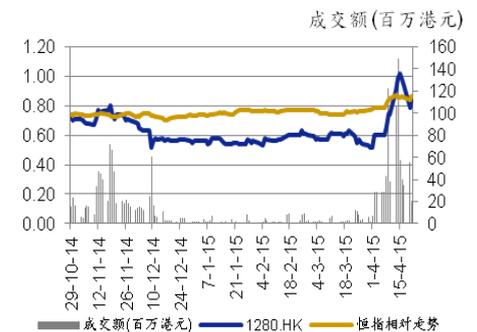
现价（2015 年 4 月 21 日）： 0.84 元
报告日期： 2015-4-22

总市值(百万港元)	970.53
H 股市值(百万港元)	970.53
总股本(百万股)	1,155.39
H 股股本(百万股)	1,155.39
12 个月低/高(港元)	0.233 / 1.14
平均成交(百万港元)	14.13

股东结构

中华瑞科	23.81%
China Fund	13.88%
Fuxin Investmetn	9.27%
其他	53.04%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	19.08	38.36	213.64
绝对收益	33.33	52.73	236.00

数据来源：彭博、港交所、公司

罗黎军

行业分析师

+86 21 68763569

luolj@essence.com.cn

附：调研发言&问答纪要（安信证券家电研究团队整理）

1、公司简介

公司前身汇银贸易有限公司于 1995 年成立，2010 年在香港主板上市，目前市值约 9.4 亿港元。公司是优质家用电器及电子消费品的连锁零售店营运商及分销商，业务集中于零售、批量分销(包括向特许经营商销售)及售后服务，其「汇银」品牌获江苏省工商行政管理局认可为江苏省著名商标，是首家旨在发展江苏省三四级市场的零售连锁店之一。

表 1：汇银家电发展历程

1995	汇银贸易有限公司成立
1999	确立代理分销模式
2002	首家汇银旗舰店开业; 首家汇银维修服务中心设立; 开展零售连锁售后服务
2006	发展安徽家电连锁业务
2009	开展家电下乡业务;以旧换新定点企业
2010	香港主板上市
2013	“汇银乐虎网”成立
2014	确立社区生活电商战略方向;开启彩票 O2O 运营模式

2、业绩状况

公司 2014 年实现收入人民币 3,093.0 百万元，同比增长 8.6%；实现毛利 375.0 百万元，同比增长 21.4%；实现盈利 58.2 百万元，实现扭亏为盈，去年同期亏损为 143.4 百万元。

2014 年公司毛利率水平为 12.1%，同比提升了 1.3%；净利率为 1.9%，去年同期为 -5.0%。

2014 年公司的总营运开支占收入比例为 8.96%，同比去年 16.85%，大幅降低了 7.89%；销售与分销费用率 4.86%，同比下滑了 0.75%；财务费用率 1.23%，同比上升了 0.24%；行政费用率为 2.87%，同比下降了 7.38%。

表 2：公司业务分拆毛利率水平

	2014	2013
零售	15.40%	14.50%
批量分销	10.10%	9.20%
提供服务	74.60%	39.90%
整体	12.10%	10.80%

3、交流情况介绍

1) 公司传统业务

过去 23 年，在江苏、安徽、浙江、及上海部分地区，汇银家电成立了 2272 网点，拥有 200 万用户。公司成长速度最高峰是 2010 年，得益于政府的以旧换新政策。2011-2013 年，由于宏观调整，加上拨备问题，公司整个财务表现有下跌，2014 年又有了快速增长。目前家电零售、分销、维修处于稳定增长阶段，稳定在个位数增长。

汇银家电和一二线城市家电零售商是不一样的，三四线城市家电依然处于增长阶段，由于中国城镇化和中央政府对农民工和农民的扶持，三四线城市消费水平提升非常强劲。

2) 公司新业务

2012、13 年开始转型，一开始我们认为公司要向互联网发展，在天猫和京东上了店。店开了一段时间，发现销售额很大，但是没有利润。在天猫开店，最高峰一天有 2,000 万左右的销售，但是实际是亏损。由于运输等原因，破损最高峰时破损有 40%。我们觉得天猫京东的模式，和我们前几年的模式是不能持续的（自己开卖场），所以我们要走自己的路，尽管我们在互联网方面有一些资本开支，但是我们留下来的自己的品牌和数据，所以我们要自己干。

汇银投资了一个江苏汇银电子科技有限公司，经过 13、14 年运行，到了 15Q1，已经初具规模，当时我们的考量是如何发挥自身的优势——大量网点及用户。我们每年卖了十几万的冰箱和酒柜，所以我们在考虑如何把网点和用户弄起来。用户买了冰箱，就要买肉蔬菜之类的，买了酒柜就要买红酒，买了果汁机就要买水果。顺着这样的链条公司在 2013 年开始开发自己的信息化的系统，第一步在店里安装自己的电子货柜。这就像平常在银行机场买飞机票。同时还有生鲜和进口产品，如果这些产品放在店里就变成超市了，所以我们弄电子货柜。有用户要求把货物送到小区，所以我们就开发了具有冷链功能的存货柜。我们的电子货柜和原来造冰柜厂有联系，现在消费者需要把生鲜送到社区里，所以这些货柜是有冷藏冷冻功能的。电子货柜上面是有压缩机的，一般一组是 20-30 个货柜。还有一些用户白天不在家，我们可以在社区安装电子货柜，通过二维码之类的科技来进行分类贮藏，通过手机信息告知用户验证码，这样用户晚上回来就可以自己拿货了。

其实是用户有需求，我们才开始电子货柜到社区电子消费的业务。有用户在线上购买，我们就开发了 APP。我们有 200 万老用户，电子货柜安装到社区里了，如何让社区的人用我们的 APP，来进行数据开发。租金、人员等这几个要素决定了我们这样的企业能不能生存。我们和社区便民服务中心合作，和老年活动中心合作。江苏、安徽、浙江都有社区，我们在社区有以下价格活动：

1、居民用我们的 APP，你缴纳多少管理费，我们就返多少红包给你，可以在线上购买物品来用。我们通过精算来计算每样产品可以使用多少额度的红包，这样虽然我们毛利下降，但是我们粘性增加了。现在用户停车费、加油费，都可以领这种红包。这样社区很欢迎我们

2、社区想搞老年艺术团、书法比赛等，我们资助这些活动，例如广场舞大赛。活动奖励也多为消费券红包，增加社区粘性。

3、到节假日的时候我们开展公益活动，例如为 60 以上老人发红包，这样的活动社区是很欢迎我们的，所以我们是没租金这项支出了。

同时还有互联网+，让当地的农业合作社来我们这边销售，用户第一天晚上下单，第二天早上就能把货物送到货柜。同时价格也下降了。

还有消费需求，例如奶粉，纸尿裤，进口酱油，我们已经开始联系了。我们还和消费者周边的生活功能开始联系，例如洗车等。总而言之，只要消费者来我们的网站，洗车、看电影之类的都便宜了。

3) 三个概念：免费、覆盖、众筹。

有投资者问，为什么用户不到天猫上去，为什么来我们这里。因为来我们这里，我们有互联网+的概念，你在这里买东西的积分，可以在周边洗车之类的用。我们有 2200 多家维修网点，在 2013 年有 1000 万维修收入，14 年家电免费维修了，很多干部说 1000 万的收入没了，实际我们收入增加了 1600 万，因为我们用免费的服务交换销售额。他们在这里免费维修，需要登记一些家里的数据，例如有几间房，有什么电器等。我们通过这些数据，来为用户推送一些对用户比较有用同时用户比较需要的产品，有这些数据，以后在以旧换新的时候就方便了。

我们还和保险公司联系，因为保险公司经常找母婴消费者，我们现在是你买保险，我来买单。我们把保险费用变成红包返还给消费者。保险公司还要和我们开放 B2B 业务，例如他们的餐厅和食堂也会对我们开放，我们可以在那里设置电子货柜。

总而言之，我们的特色是，没有租金，产品适合有一定消费能力的客户。今年我们还开展了全民创业的活动。让社区的即将退休的人，让他们帮我们管理，这样可以有效的降低我们的成本。把销售按比例反给这些人。这些人接地气，对社区情况比较了解。这就是我们 O2O 的商业模式。

4) 发展

去年报告里 2014 一年电子公司销售是一亿四千万，今年 Q1 已经达到去年一年的收入，我们有信心今年销售额增长 400%，毛利 35% 左右。

我们开展社区店，第一步是通过外部资源，例如便民购物中心，我们会抢占这些资源，今年预计先抢占 500 个社区。还有 2000 多个网点我们也会进行改造，这样我们资本性支出会比较少。政府也会补贴，一个店补贴 6W，我们是江苏省认定的互联网实验企业，我们资本开支比较少。

一个社区店运行一个财年大概有 100 万销售收入，60% 来自社区店，40% 来自 APP 和实体店。目前收入主要是健康食品和健康家电类似果汁机，这些毛利非常高。我们有信心 2015 年中报和年报的时候，数据会非常靓丽。

彩票方面，我们和江苏、安徽和上海部分地区签订了彩票代理销售协议，一部分是签的移动客户的销售协议。我们彩票目前 60% 甚至更高是来自实体店的消费。几个特点：1 和家电联系，2 和社区文化和活动联系起来。我们现在已经发动 5000 人，计划发动 3 万人，让他们上公交车卖彩票（口号：买汇银彩票，包赚不赔）。

总结下来，家电我们是打底，O2O 业务是我们重点推广，彩票次之（互联网牌照限制，我们现在的研发系统和软件已经在准备了），接下来重点工作是发展 O2O 业务。我们也有困惑，现在市场认为我们是家电行业公司，PE 也就是几倍，最近好一点也就是十几倍。O2O 公司都有 100 倍市值，有的公司不赚钱，PE 都很高。所以我们的价格是被低估的。我们有信心今年股价 5 块钱是比较保守的数字。

我们的方向是，把江苏南京扬州镇江一体化，接着是长三角，这样每年销售就有家几百亿了。从 4 亿到 40 亿到 400 亿的规模去发展。现在主要工作是在招募人才。

我们卖的是日本酱油，澳洲牛肉，这些东西比国内便宜，质量还高。渠道是 APP，PC 和电子货柜。线下渠道是社区店和自己的门店，还有互联网+，例如洗车店里都有我们的电子货柜。我们社区店主要功能不是卖东西，我们主要是要增加客户粘性。

例如我们送老年手机给老人，手机是由中国移动采购的，合约每个月 50 块钱花费。

老年人每个月要花 50 块钱可能不开心，那我们再返还 50 的红包，这样可以很有效的提高客户粘性。

5) 盈利模式

我们有自营的模式，例如红酒这样的量大的。电影院之类的我们做不了的，给合作方做。还有金融产品，移动支付等。还有广告，以及智能快递。快递三个方面：我们本身有这个系统，我们只要发展冷链供应车，这里基本采取大众创业发展，一部车是 1W 左右，要创业者的来我们这边签约，2 年，基本一个人会有 5W 一年的收入，车要交押金，退出时我们返还押金，这样可以减少我们的资金压力。这些就是如何进入社区的方法。还有量比较大的，例如蔬菜，我们通过农村合作社合作，让他们把货物送到小区的电子货柜里。我们是蜂窝状的发展，只在我们能做的区域发展，江苏、安徽还有长三角。我们的物流系统是集中在这块区域的。长三角能做好就有几百亿就很好了。还有我们有旅游，带家庭到农村基地去看，看过之后，会增加他们对产品的信心。也有旅行社找我们，我们通过红包返还一部分旅行费给客户。

供应量，为什么红酒和橄榄油找你们买。我们的橄榄油是定制的，适合一些特定的消费者。定制的产品，毛利会高，但是对我们流动资金要求会高，所以我们现在是一步步的走，先搭建平台。等我们自己壮大了，才会开始定制的服务。

4、公司商业模式

公司目标是成为中国社区 O2O 生活电商平台的领导者，线上+线下融合。

线上模式：自营+供应商、服务商合作，业务包括家电、彩票、生鲜蔬果、进口食品、健康日用等。

线上平台：汇银乐虎网（www.lehumall.com）、汇银乐虎（APP）、汇银乐虎彩票（APP）、汇银乐虎商城（微商）。

线下模式：拥有 2700 多家营业网点，建设社区服务站、电子提货柜、便民服务中心、老年活动中心、彩票终端等。

线下平台：线下自营店主要集中在江苏、安徽两省，目前公司有 43 家自营连锁店、73 家加盟连锁店、45 家维修服务网点以及 2700 多家代理分销网点。社区网点未来计划扩充到 10000 家，主要通过政府的惠民工程、政府菜篮子工程等项目拿到免费的社区服务网点，网点扩展速度快，资本投入低。

融合：

- 1) 通过高频次强需求类商品引流；
- 2) 透过优惠活动扩展会员；
- 3) PC、移动终端、点单机、电子货架辅助导入；
- 4) 通过基础状况及消费特性分析，增强客户粘性

O2O 生活电商平台-盈利模式：

- 1) 全面保障核心利益

保障性：供应商准入评估

便利性：商圈整合+社区直达配送

实惠性：产地直供+整合成本

2) 快速递增 商业价值

提升：原有家电核心业务 价值提升

新业务：彩票、电信、物业服务、菜篮子工程等递增 商业价值

3) 持续创造 股东价值

全品类商品销售收益

平台媒体广告收益

联营供应商代运营收益

储值卡衍生的金融产品收益

4.1、近期重点业务

A. 家电 O2O 业务

公司的家电 O2O 业务主要注重 4 个方面：

1) 重点发展增速较高、毛利较好的小家电产品：随着居民生活质量的提高，净水器、空气净化器、进口小家电等将成为未来家电业的蓝海；小家电供应商付款模式有别于传统大家电，能有效改善现金流状况

2) 快速拓展代理商线下网点，提高渗透率

3) 加强安装及售后维修培训服务，售后服务人员协助销售及导流

4) 通过促销活动，迅速扩展销售额，提高品牌知名度

B. 彩票 O2O 业务

公司是中国最大的线下彩票运营商，也是第 1 家彩票 O2O 运营商。

目前公司已经获得了：

1) 江苏省体彩、福彩代理销售授权

2) 安徽省体彩、福彩代理销售授权

3) 上海市体彩代理销售授权

4) 安徽省体彩移动互联网销售试点

线下实体店于 2014 年 6 月起开始建立，预计未来 2 年将建成 5000 至 10000 家代销网点。

4.2、核心优势

1) 2700 多家深入社区线下网点+15000 新开拓网点

2) 迅速发展的网络科技力量

3) 优秀的家电服务团队及优秀物流管理体系

4) 170 多万登记用户

5) 卓越的区域品牌影响力及 20 多家国际品牌战略支持

6) 年轻、有效率的管理团队

4.3、公司投资亮点

公司是社区 O2O 生活电商资源整合的先行者，主要体现在：

- 1) 三四线城市的家电经销、零售、售后服务的领导者
- 2) 轻资产运营的社区生活电商运营商
- 3) 江苏、安徽、上海地区福彩及体彩销售代理权
- 4) 广阔的线下社区终端及营运网点资源
- 5) 强大的资源整合能力及高效的管理执行团队

5、Q&A 环节：

Q: 主业家电销售这边前景不是很乐观。社区 O2O 是不错的发展方向，但是资本投入会不少，例如物流。

A: 不是什么都能做，例如母婴产品，我们自己进口奶粉，这是不行的。我们现在是每到一个城市，找一个做的最好的销售商，我们提供平台和运营人员。

Q: 一个城市多少网点合适，可以开始扩展了。什么因素是制约发展的瓶颈。

A: 主要看人口，每个城市不一样。扬州 350W 人口，400 个小区，82W 户家庭。400 个小区我们不会都去，超过 500 户家庭的小区我们才去，还要看社区富裕程度，例如安置房，城乡结合部我们都不会去。今年要搞 500 家小区。扬州南京镇江加起来是 2000W 人口，这里没困难，跳出这个圈子可能就有困难了，主要是供应链不稳定问题等等。所以我们第一步从零起步，到 4、5 个亿，这是今年目标，以后会到四五十亿问题不会大，再之后就会有问题。后面最大的问题就是供应量的问题了。

Q: Q1 的收入构成

A: 60%是来自健康家电，例如空气净化器和果汁机。40%来自健康食品。用户数来看，70%来自健康食品，30%来自健康家电。

Q: 如果 50 家店，1000W 销售的话一个小区是 20W 收入？

A: 真正是 100W 收入，但是有成长期，6 个月的话，用户占有量大概 50%，假如 1000 户人家，会有 500 户来我们这里购买。

Q: 消费升级的概念，本来有小区有比较高级的便利店，公司竞争优势是什么？

A: 物业管理费什么的我们都会通过红包返还，我们是颠覆性的，消费者会偏向我们。超市和社区店不是我们的竞争者。我们会和社区居民打成一片，是社区居民社交的平台，甚至政府的活动都会通过我们的平台去做。核心就是通过我们的平台来加强用户粘性。

Q: 在社区将来的希望是运用大众创业平台的人来做运输，如何保证他们的专业性？

A: 我们有汇银商学院，他们想要创业，需要来我们这里培训，是免费的。培训之后他们才会上岗。

Q: 管理人员一年收入？管理人员年龄？年纪大的人各方面不太方便？

A: 4W 左右，按照流水提成。大部分是些临近退休或者退休的人，他们了解社区想干什么，把活动搞起来，这个是重点。配送之类的不会让他们做。还有一些年轻人工作了两年不想做了，也会来做。30%是年轻人，70%是退休的人来做。

Q: 配送生鲜之类的产品是相对一号店比较优势的产品，冷冻货架的成本如何？

A: 一个社区店的成本大概是 6W 左右，一开始是要投入的。市长和省长来看后觉得不错，政府会有补贴，一家 6W 块钱，还没开始执行，但是报告已经写好了。还有就是融资租赁。还有就是成熟的店运营，要交付押金，你随时不做我们随时退押金，这样资本压力就小了。

Q: 相对其他 O2O 的优势？

A: 一般 O2O 做不了我们的业务，因为需要沉淀。我们如果没有这么多网点和用户，我们也是做不了的。还有就是零售的基因，我们都交过学费的，我们很有经验。零售企业是怎么死的，就是库存和销售结构问题。销售结构决定你能不能生存。库存掌握不好也是不行的。

指引分三块

传统家电个位数增长，彩票净利贡献应该不到 500W，因为是第一年，会有拓展费用，第二年毛利可能就是净利。目前我们是国内线下网点最多的运营商，三月底有 500 家网店。有的是在家电卖场里，还有即开型彩票批发给 KTV 等娱乐设施，政府返利是 9-13%。今年对我们是彩票元年，我们会把线下网点迅速铺起来。第二条路是 O2O，是介于下上线下的方式，目前互联网彩票受限，你可以在我们的电子点单机上购买彩票，然后在附近的实体店出票，你不需要去实体店拿票。买完彩票后会给你一个证明，假如中了大奖，那你可以拿着这个证明去附近我们的彩票实体店换取你的彩票领奖。

REVENUE 彩票会贡献 15%，假如今年铺 500 家都铺了，可能会有 500W 左右盈利。考虑到未来中长期发展，我们今年会快速扩增外部网点，先占好位置。

大家可能比较理解彩生活，我们优势就是我们是做零售出身的，我们比较懂市场需求和消费心理，所以我们有信心比彩生活更精致。现在有 100 家 O2O，我们看了这些公司的优缺点，结合我们的经验，拓展我们很创新的方式，在前三个月就已经有较明显的收效了。

Q: 彩票这块，系统是线上？

A: 我们是终端点单机的机器，不是互联网的范畴，不需要牌照，出票是在实体店出的票。实体店的授权我们是有的。

Q: 经营持续性，健康家电，一个小区的消费和频次是有限的，所以更多是健康食品？

A: 对的，我们 70% 的用户购买的是健康食品，所以我们的经营持续性是可以保障的。

Q: 现在经营是江苏安徽上海，这个是业务瓶颈吗？

A: 江苏安徽是我们原来就有的网点，复制过去很容易。把江苏做好就很够用了。安徽也可以复制过去，上海可能要考虑新的方式。要以发展的眼光去看，现在是把江苏做精，起码第一年是在江苏省，上海会做一些尝试，主要是卖彩票，收入比较难预测。如果做得好会和大家汇报。

Q: 参加商学院是自发性的？一年开几期？毕业学员数量？转换率？

A: 都是有一定资源的人来的。每周都有，4000 人，50% 转换率。

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000 传真：+852-2213 1010