

自营稳健，平台亮眼，盈利长期上行趋势不变

——2020Q3 业绩点评

2020 年 Q3，公司实现营业收入 1742.14 亿元 (yoy+29.20%)，实现经调整归母净利润 55.60 亿元 (yoy+ 80.11%)。

核心观点

- **收入、利润增长亮眼，用户规模增速再创 2018 年以来新高。**2020 年 Q3，公司收入及利润增长略超预期 (Bloomberg 一致预期收入 1705 亿元，经调整归母净利润 42 亿元)，表现亮眼。截至 2020 年 Q3，京东 AAC 达到 4.416 亿，同比增长 32.1%，增速创三年来新高。根据京东 CFO 许冉女士在公司业绩会上的披露，本季度新增用户 80%来自下沉市场。
- **平台型业务增长迅猛，自营表现稳健。**从结构上看，2020 年 Q3 京东的平台型业务继续快速成长，平台及广告服务实现收入 124.12 亿元 (yoy+29.20%)，物流及其他服务实现收入 104.03 亿元 (yoy+73.31%)，收入占比分别提升至 7.1%和 6.0%。自营业务增长稳健，实现收入 1513.99 亿元 (yoy+27.38%)
- **盈利能力继续上行，维持其长期上行趋势的研判。**我们在京东的首覆盖报告中研判公司盈利能力改善将源于三大方面：费用管控、物流规模效应、品类扩张及平台成长，本季度公司的业绩印证了这一判断。2020 年 Q3，公司综合毛利率 15.38%，同比增加 0.46pct，期间费用率 13.06%，同比减少 0.38pct，其中履约、销售、研发、管理费用率分别为 6.65%、3.13%、2.36%、0.92%，同比增加 0.16pct、-0.16pct、-0.30pct、-0.08pct，经调整归母净利润率 3.19%，同比增加 0.90pct。根据公司分部业绩，以物流服务为主的创兴业务剔除物业出售后，运营亏损率收窄至-9.41% (2019Q3 为-21.59%)

财务预测与投资建议

- 调整对公司 2020-2022 年收入预测为 7315、9029、10644 亿元(原为 7389、8906、10505 亿元)，经调整归母净利润为 112、209、283 亿元(原为 110、207、279 亿元)。分部估值计算公司市值 10498 亿元，对应每股价值 377.5 港元，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响持续；行业竞争加剧；非经常性损益波动；新业务孵化不及预期

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	462,020	576,888	731,452	902,884	1,064,395
同比增长	27.51%	24.86%	26.79%	23.44%	17.89%
营业利润 (百万元)	-2,619	8,995	11,194	19,042	26,960
同比增长	213.49%	-443.43%	24.45%	70.11%	41.58%
归属母公司净利润 (百万元)	-2,492	12,184	18,808	16,695	23,342
同比增长	/	/	54.37%	-11.23%	39.81%
每股收益 (元)	(1.0)	4.1	6.4	5.7	7.9
毛利率	14.3%	14.6%	14.8%	14.7%	14.8%
净利率	-0.61%	2.06%	2.57%	1.85%	2.19%
净资产收益率	-4.09%	14.39%	17.51%	12.88%	14.67%
市盈率 (倍)	/	/	64.7	72.9	52.2
市净率 (倍)	2.6	2.1	1.7	1.3	1.1

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，



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2020/11/17 收盘)	241.8 港元
目标价格	377.5 港元
52 周最高价/最低价 (港元)	368.0/228.0
总股本/流通 H 股 (亿股)	31.30/26.79
H 股市值 (亿元港币)	9157
国家/地区	中国
行业	零售
报告发布日期	2020 年 11 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.74	16.83	51.69	N/A
相对表现	0.14	8.65	47.61	N/A
恒生指数	2.60	8.18	4.08	-1.12



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 施红梅
021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

联系人 崔凡平
021-63325888*6065
cuifanping@orientsec.com.cn

相关报告

电商零售龙头，盈利改善，成长持续： 2020-08-31

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声明。

目 录

1 业绩略超预期，平台型业务快速成长	4
2 用户规模增速再次提升，下沉市场贡献超 80%.....	5
3 盈利能力稳步上行，履约费用率小幅增加	6
盈利预测与投资建议	6
盈利预测	6
投资建议	7
风险提示.....	9

图表目录

图 1: 京东营业收入 (亿元)	4
图 2: 京东经调整归母净利润 (亿元)	4
图 3: 京东自营业务收入 (亿元)	4
图 4: 京东平台型业务收入 (亿元)	4
图 5: 京东收入结构	5
图 6: 京东年度活跃用户 (百万人)	5
图 7: 京东利润率	6
图 8: 京东费用率	6
表 1: 收入分类预测表	7
表 2: 分部估值表	8
表 3: 可比公司估值表: 京东零售-1P (截止 2020 年 11 月 17 日)	8
表 4: 可比公司估值表: 京东零售-3P (截止 2020 年 11 月 17 日)	8
表 5: 可比公司估值表: 物流 (截止 2020 年 11 月 17 日)	8

1 业绩略超预期，平台型业务快速成长

营收、利润增长稳健，整体略超预期。2020年Q3，公司实现营业收入1742.14亿元，同比增长29.20%，实现经调整归母净利润55.60亿元，同比增长80.11%。收入及利润增长略超预期（Bloomberg一致预期收入1705亿元，经调整归母净利润42亿元）。

平台型业务快速成长，物流收入提升73%。从结构上看，2020年Q3京东的平台型业务继续快速成长，平台及广告服务实现收入124.12亿元，同比增长29.20%，物流及其他服务实现收入104.03亿元，同比增长73.31%，收入占比分别提升至7.1%和6.0%。自营业务增长稳健，实现收入1513.99亿元，同比增长27.38%，其中电子产品及家用电器产品和日用百货商品品类分别实现收入933.30亿元和580.70亿元，分别同比增长23.15%和34.83%。

图 1：京东营业收入（亿元）



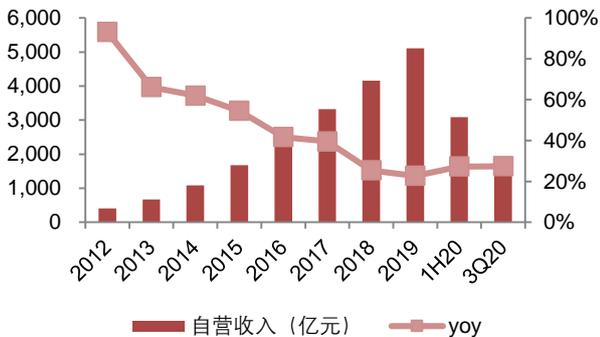
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2：京东经调整归母净利润（亿元）



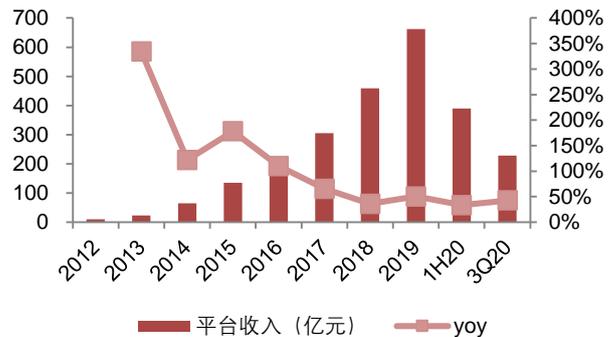
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：京东自营业务收入（亿元）

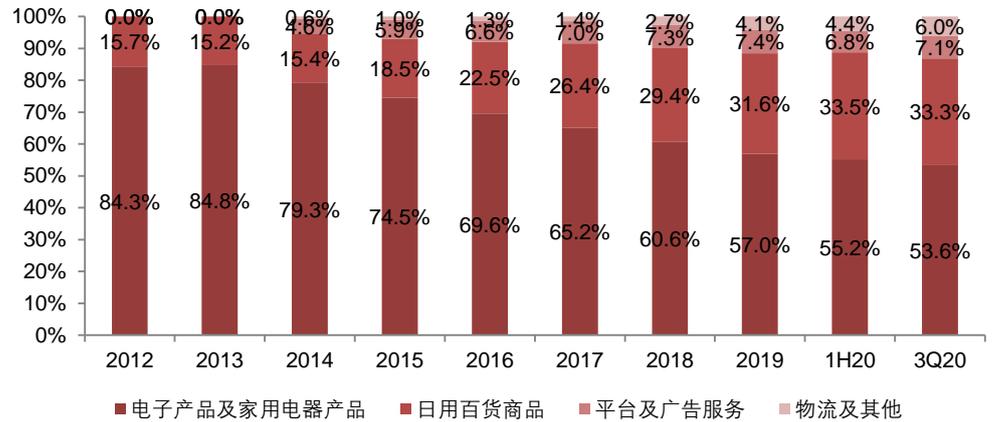


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：京东平台型业务收入（亿元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：京东收入结构


资料来源：公司公告，东方证券研究所

2 用户规模增速再次提升，下沉市场贡献超 80%

用户增长 32%，受益于下沉市场的开拓。截至 2020 年 9 月 30 日，京东过去 12 个月的活跃购买用户数达到 4.416 亿，同比增长 32.1%，增速创下过去三年来的新高，上一季度这一数字为 29.9%。根据京东 CFO 许冉女士在公司业绩会上的披露，本季度新增用户 80%来自下沉市场。

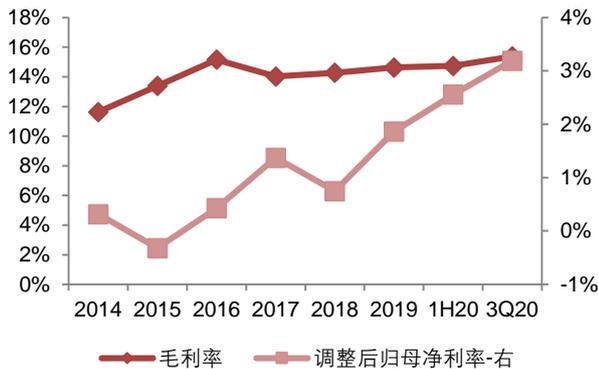
图 6：京东年度活跃用户（百万人）


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3 盈利能力稳步上行，履约费用率小幅增加

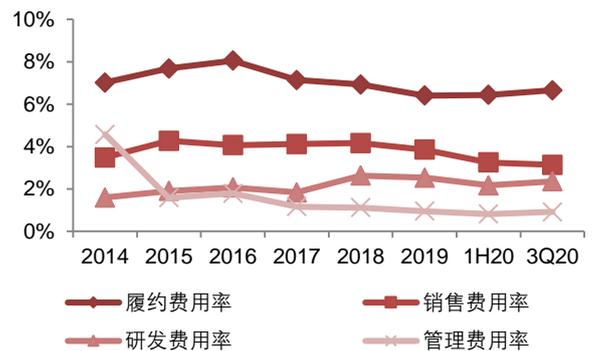
经营能力提升推动盈利能力稳定上行。2020年Q3，公司综合毛利率15.38%，同比增加0.46pct，期间费用率13.06%，同比减少0.38pct，其中履约、销售、研发、管理费用率分别为6.65%、3.13%、2.36%、0.92%，同比增加0.16pct、-0.16pct、-0.30pct、-0.08pct。公司经营继续提效，推动整体费用率降低，盈利能力上行，经调整归母净利润率3.19%，同比增加0.90pct。我们认为公司本季度履约费用率小幅提升是由于3P物流服务大幅增加，该部分业务的履约费用率较高。

图 7：京东利润率



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：京东费用率



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

调整对公司2020-2022年收入预测为7315、9029、10644亿元（原为7389、8906、10505亿元），经调整归母净利润为112、209、283亿元（原为110、207、279亿元）。

调整核心假设包括：预计2020-2022年年度活跃用户数为4.60、5.10、5.61亿（原为4.51、5.06、5.56亿）。

表 1：收入分类预测表

收入分类预测表					
(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商品收入：电子产品及家用电器					
销售收入	280,059	328,703	393,603	437,559	485,754
增长率	18.53%	17.37%	19.74%	12.50%	11.01%
商品收入：日用百货					
销售收入	136,050	182,031	246,393	346,493	425,531
增长率	42.38%	33.80%	35.36%	40.63%	22.81%
商品收入					
销售收入	416,109	510,734	639,997	784,051	911,285
增长率	25.40%	22.74%	25.31%	22.51%	16.23%
毛利率	8.22%	8.32%	8.43%	8.53%	8.63%
服务收入：平台及广告					
销售收入	33,532	42,680	53,377	65,869	75,977
增长率	32.06%	27.28%	25.06%	23.40%	15.35%
服务收入：物流及其他					
销售收入	12,379	23,474	38,078	52,964	77,133
增长率	141.95%	89.63%	62.21%	39.09%	45.63%
服务收入					
销售收入	45,911	66,155	91,455	118,833	153,110
增长率	50.49%	44.09%	38.24%	29.94%	28.85%
毛利率	69.14%	63.36%	59.15%	55.43%	51.55%
合计（百万）					
销售收入	462,020	576,888	731,452	902,884	1,064,395
增长率	27.51%	24.86%	26.79%	23.44%	17.89%
毛利率	14.28%	14.63%	14.78%	14.71%	14.81%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

投资建议

由于公司业务多元，涉及领域较广，故采用分部估值：

- 京东零售-1P：发展较为成熟，盈利能力稳定，采用 P/E 估值，根据可比公司，2021E 给予公司 19.8x 估值，对应市值 4370 亿元。
- 京东零售-3P：平台型业务，采用 P/S 估值，根据可比公司，2021E 给予公司 3.9x 估值，对应市值 2573 亿元。
- 物流：处于快速发展阶段，采用 P/S 估值，根据可比公司，2021E 给予公司 1.4x 估值，对应市值 731 亿元。

分部估值计算公司市值 10498 亿元，对应每股价值 377.5 港元，维持“买入”评级。

表 2：分部估值表

	估值方式	对应市值（百万元）
京东零售-1P	P/E	436,968
京东零售-3P	P/S	257,281
物流	P/S	73,067
主要股权投资	最新融资估值/市值	138,548
净现金		143,938
股权价值		1,049,803
股份数（百万）		3,130
每股价值（元/股）		335.4
汇率（港元/元）		1.1254
每股价值（港元/股）		377.5

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：可比公司估值表：京东零售-1P（截止 2020 年 11 月 17 日）

2020/11/17	最新市值	净利润（百万）					PE				
公司	（亿）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
沃尔玛（美元）	4,320	6,670	14,207	15,151	15,657	16,600	64.8	30.4	28.5	27.6	26.0
克罗格（美元）	250	1,786	2,153	2,575	2,058	1,913	14.0	11.6	9.7	12.2	13.1
百思买（美元）	307	1,488	1,574	1,831	1,809	1,909	20.6	19.5	16.8	17.0	16.1
唯品会（元）	1,050	2,016	4,702	5,792	7,076	8,203	52.1	22.3	18.1	14.8	12.8
苏宁易购（元）	848	13,328	13,327.6	1,636	2,731	4,605	6.4	6.4	51.9	31.1	18.4
调整后平均								17.8	21.1	19.8	15.9

资料来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 4：可比公司估值表：京东零售-3P（截止 2020 年 11 月 17 日）

2020/11/17	最新市值	营收（百万）					PS				
公司	（亿）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
拼多多（元）	11,235	13,120	30,142	50,890	78,653	107,618	85.6	37.3	22.1	14.3	10.4
eBay（美元）	335	10,746	10,800	10,224	10,933	11,843	3.1	3.1	3.3	3.1	2.8
亚马逊（美元）	15,710	232,887	280,522	379,046	449,164	527,790	6.7	5.6	4.1	3.5	3.0
阿里巴巴（元）	45,472	376,844	509,711	692,329	898,579	1,088,632	12.1	8.9	6.6	5.1	4.2
CHEWY（美元）	265	3,533	4,847	6,962	8,381	10,014	7.5	5.5	3.8	3.2	2.6
调整后平均								6.7	4.8	3.9	3.3

资料来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 5：可比公司估值表：物流（截止 2020 年 11 月 17 日）

2020/11/17	最新市值	营收（百万）					PS				
公司	（亿）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
顺丰控股（元）	3,575	90,943	112,193	152,011	186,343	221,508	3.9	3.2	2.4	1.9	1.6
圆通速递（元）	411	27,465	31,151	35,209	41,520	48,717	1.5	1.3	1.2	1.0	0.8
韵达股份（元）	538	13,856	34,404	35,813	43,730	53,179	3.9	1.6	1.5	1.2	1.0
申通快递（元）	195	17,013	23,089	23,851	28,132	32,967	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
中通快递（元）	2,289	17,605	22,110	24,981	31,011	37,701	13.0	10.4	9.2	7.4	6.1
调整后平均								2.0	1.7	1.4	1.2

资料来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所

风险提示

- **疫情影响持续**

2020Q1 新冠疫情爆发导致消费行业整体受到巨大冲击，后续若由于无症状感染者、境外输入等因素导致疫情影响持续，或对公司营收造成影响。

- **行业竞争加剧**

行业内拼多多发展较快，阿里巴巴作为行业老大对于稳固自身市场地位存在需求，因此对于用户的争夺或导致竞争加剧，或对公司的盈利造成影响

- **非经常性损益波动**

公司 2019 年股权投资收益及其他收入分别为-17.38、53.75 亿元，占比收入-0.30%、0.93%，占比归母净利润-14.27%、44.12%，非经常性损益对于公司利润具备影响。若该两项收入出现波动，或对公司整体利润水平造成影响。

- **新业务孵化不及预期**

公司近年开始通过战略投资及自身孵化等方式参与了众多新领域的发展，若发展不及预期，或对公司整体经营造成拖累

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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	34,262	36,971	64,801	120,877	174,696	营业收入	462,020	576,888	731,452	902,884	1,064,395
短期投资	2,036	24,603	8,264	50,603	51,603	营业成本	-396,066	-492,467	-623,376	-770,102	-906,786
存货	44,030	57,932	50,585	66,644	72,903	履约费用	-32,010	-36,968	-46,757	-54,624	-63,332
预付账款	477	593	1,566	1,918	2,229	销售费用	-19,237	-22,234	-27,868	-32,480	-37,515
其他	24,051	18,995	64,343	26,010	29,433	管理费用	-5,160	-5,490	-6,321	-7,675	-8,515
流动资产合计	104,856	139,095	189,559	266,052	330,863	研发费用	-12,144	-14,619	-16,475	-18,961	-21,288
长期股权投资	47,258	56,993	71,356	72,772	74,196	资产减值损失	-22	0	0	0	0
固定资产	21,083	20,654	22,752	25,388	28,403	营业利润	-2,619	8,995	11,194	19,042	26,960
在建工程	6,554	5,806	6,006	6,206	6,406	Non-GAAP 营业利润	1,913	8,869	16,151	26,319	34,904
商誉	6,644	6,644	6,644	6,644	6,644	财务收入	1,263	1,061	360	1,053	2,127
无形资产	15,487	15,002	14,140	20,462	23,134	财务支出	-855	-725	-715	-860	-885
其他	7,283	15,530	18,801	18,689	20,667	股权投资	-1,113	-1,738	2,412	-600	-300
非流动资产合计	104,309	120,629	139,699	150,161	159,449	其他收入	95	5,375	9,544	1,909	1,527
资产总计	209,165	259,724	329,257	416,213	490,313	利润总额	-2,374	13,693	23,510	21,404	30,314
短期借款	147	0	10,495	10,285	10,079	所得税	-427	-1,802	-4,702	-4,709	-6,972
应付账款	79,985	90,428	114,466	141,409	166,507	净利润	-2,801	11,890	18,808	16,695	23,342
预提费用及其他非流动负债	20,293	24,656	25,376	38,824	45,769	归属母公司净利润	-2,492	12,184	18,808	16,695	23,342
其他	20,437	24,932	29,653	49,579	59,111	Non-GAAP 归母净利润	3,460	10,750	11,240	20,898	28,294
流动负债合计	120,862	140,017	179,990	240,096	281,467	GAAP-每股收益(元)	-0.97	4.08	6.37	5.65	7.91
长期借款	3,088	3,139	3,239	4,241	5,245	主要财务比率					
应付债券	6,786	6,912	13,943	13,943	13,943		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他	1,600	9,031	8,722	12,362	14,567	成长能力					
非流动负债合计	11,475	19,082	25,905	30,547	33,756	营业收入	27.5%	24.9%	26.8%	23.4%	17.9%
负债合计	132,337	159,099	205,895	270,643	315,222	营业利润	213.5%	-443.4%	24.5%	70.1%	41.6%
夹层股本	15,961	15,964	15,964	15,964	15,964	归属于母公司净利润	1536.5%	-589.0%	54.4%	-11.2%	39.8%
股本	59,771	81,856	104,594	126,802	156,322	获利能力					
非控制性权益	1,096	2,804	2,804	2,804	2,804	毛利率	14.3%	14.6%	14.8%	14.7%	14.8%
股东权益合计	60,867	84,660	107,398	129,605	159,126	净利率	-0.6%	2.1%	26.8%	23.4%	17.9%
负债、夹层股本和股东权益	209,165	259,724	329,257	416,213	490,313	经调整归母净利润率	0.7%	1.9%	2.6%	1.8%	2.2%
现金流量表						ROE	-4.1%	14.4%	1.5%	2.3%	2.7%
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	偿债能力					
净利润	-2,801	11,890	18,808	16,695	23,342	资产负债率	63.3%	61.3%	17.5%	12.9%	14.7%
折旧摊销	5,560	5,828	2,720	3,214	3,808	净负债率	-39.8%	-31.8%	62.5%	65.0%	64.3%
财务费用						流动比率	0.87	0.99	-34.6%	-71.3%	-91.4%
SBC	3,660	3,695	3,930	5,512	6,179	速动比率	0.87	0.99	1.05	1.11	1.18
营运资金变动	12,356	7,766	30,702	41,381	31,729	运营能力			1.05	1.11	1.18
其他	2,106	-4,398	0	0	0	应收账款周转天数	11	5			
经营活动现金流	20,881	24,781	56,161	66,802	65,057	存货周转天数	40	38	4	3	3
资本支出	-21,369	-1,094	-4,156	-12,373	-9,694	总资产周转天数	155	148	32	28	28
长期投资	-15,792	-6,902	-15,000	-1,000	-1,000	每股指标(元)			147	151	155
其他	11,082	-17,353	-27,512	1,733	-1,424	每股收益	(1.0)	4.1			
投资活动现金流	-26,079	-25,349	-46,668	-11,640	-12,118	每股经营现金流	7.3	8.5	6.4	5.7	7.9
债权融资	-8,919	-4,057	21,139	913	879	每股销售收入	160.5	198.1	19.0	22.6	22.0
股权融资	19,333	-19	0	0	0	估值比率			247.7	305.8	360.5
其他	806	6,649	0	0	0	市盈率	(355.1)	84.7			
筹资活动现金流	11,220	2,572	21,139	913	879	市销率	2.2	1.7	64.7	72.9	52.2
汇率变动影响	1,681	406	0	0	0	EV/EBITDA	9.9	0.8	1.7	1.3	1.1
现金净增加额	7,704	2,410	30,632	56,076	53,819	EV/EBIT	(3.1)	0.9	1.0	0.6	0.4

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

