

传媒

2017年09月20日

东方财富 (300059)

—— 剑指财富管理长尾市场, 打造综合金融服务在线平台

报告原因: 首次覆盖

增持 (首次评级)

投资要点:

- **证券业务占比超过原主业, 但公司互联网属性不改。**2015年12月通过收购取得券商牌照, 2017H1 券商业务收入占比过半, 并成为主要利润来源。向互联网券商发展并非公司真正的战略目标, 实际上过去公司一次创业已经建立起了依托底层数据、客户数据共享, 以财经资讯、金融数据服务为流量基础, 通过交易、金融等变现的商业模式。未来券商经纪业务、信用业务只是公司增强用户黏性和深度流量变现的途径之一。公司的战略目标始终是通过拓展金融全牌照, 不断提升平台用户 ARPU 值。
- **一路引领流量变现, 经纪业务蓄势待发。**凭借早期财经门户的流量积累, 公司始终在变现上领先一众竞争对手。公司在2012年拿到第三方基金代销牌照后, 营收高速增长。在2015年牛市行情的助推下, 公司基金代销规模跑赢全网, 短短四年时间内即逼近工行的1.04万亿元, 实现销售收入24.4亿元。公司互联网流量红利同理可类推至公司证券业务上, 东方财富证券在2017H1 经纪业务的市占率已经翻了五番(从2014年底的0.23%提升至1.58%), 位列市场第19名。参考海外市场和华泰证券的经验及经纪业务自身属性(报告中详细解释), 我们认为公司在股票交易市场的份额保守预计三年后超越大型券商, 而一旦市场交易度提升, 则公司弹性倍增。
- **对标美国嘉信理财, 打造互联网综合金融服务平台。**嘉信理财成立近四十年, 经历佣金折扣证券经纪商——资产集合商——互联网转型三个阶段最终发展成了一家全面的金融服务商, 资产管理余额在16年末为2.78万亿美元。东方财富的发展路径与嘉信类似, 目前正处于向全面的金融服务商跃升的阶段。公司手握多张金融牌照(且正不断扩充), 使其日均覆盖人数超过1000万的垂直流量变现的 ARPU 值提升逻辑更加明确。另一方面, FinTech 技术在金融领域的渗透, 使得金融服务的边界迅速延展, 服务长尾客户已经成为可能。线上金融服务商相对传统金融机构而言的效率不断提升, 未来流量价值将成为竞争的核心优势。
- **当前在 DCF 估值得出公司内在价值 16.91 元, 对应市值 725 亿。**预计公司 2017-2021 年归属于母公司的净利润分别为 7.67 亿、12.56 亿、18.64 亿、27.64 亿和 42.74 亿。DCF 估值得出公司内在价值 16.91 元, 对应市值 725 亿。首次覆盖, 给予“增持”评级。

市场数据: 2017年09月19日

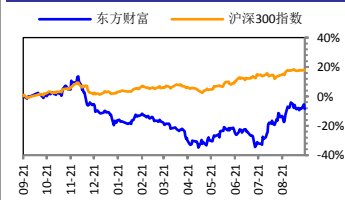
收盘价(元)	14.56
一年内最高/最低(元)	22.45/10.2
市净率	4.8
息率(分红/股价)	0.27
流通A股市值(百万元)	46420
上证指数/深证成指	3356.85/11083.90

注:“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2017年06月30日

每股净资产(元)	3.04
资产负债率%	60.38
总股本/流通A股(百万)	4289/3188
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《IPO 快节奏常态, 次新股高弹性择时——次新股中短期投资策略分析》2017/02/13

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

研究支持

郭雅绮 A0230116120003
guoyq@swsresearch.com
黄忠煌 A0230117070006
huangzh@swsresearch.com

联系人

郭雅绮
(8621)23297818×7400
guoyq@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,203	479	2,721	3,762	5,449
同比增长率(%)	-57.23	-27.10	15.70	38.30	44.80
净利润(百万元)	714	260	767	1,256	1,864
同比增长率(%)	-61.39	-22.77	7.60	63.70	48.40
每股收益(元/股)	0.20	0.06	0.18	0.29	0.43
毛利率(%)	73.2	58.1	88.5	91.1	93.3
ROE(%)	5.6	2.0	5.4	8.3	11.3
市盈率	73	81	50	34	34

注:“市盈率”是指目前股价除以各年业绩;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

根据模型测算，我们预计公司 2017-2021 年归属于母公司的净利润分别为 7.67 亿、12.56 亿、18.64 亿、27.64 亿和 42.74 亿，对应 17-19 年 PE 为 81 倍、50 倍和 34 倍。DCF 估值得出公司内在价值 16.91 元，对应市值 725 亿。首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设点

关于市场的核心假设：证券市场中性假设。

关于东方财富证券经纪业务市占率的假设：公司在 2017-2021 年底股票成交额市场份额依次为 1.58%、2.56%、3.88%、5.41%和 7.01%。

有别于大众的认识

1、2017H1 公司的券商业务收入占比过半，并成为主要利润来源，因而市场将公司定位于互联网券商。而我们认为向互联网券商发展并非公司真正的战略目标，实际上过去公司一次创业已经建立起了依托底层数据、客户数据共享，以财经资讯、金融数据服务为流量基础，通过交易、金融等变现的商业模式。未来券商经纪业务、信用业务只是公司增强用户黏性和深度流量变现的途径之一。公司的战略目标始终是通过拓展金融全牌照，不断提升平台用户 ARPU 值。

2、关于经纪业务市占率的提升，市场担忧增速是否能持续。首先公司在 2017H1 市占率的提升属于逆市增长，同期其他券商交易量都在萎缩或排名下滑。一方面，我们预计公司依靠 0.25% 的交易佣金费率和 6.99% 的融资利率将持续稳定地吸引存量股民。空间上，对比华泰证券的涨乐财富通，东方财富网 APP 目前日均覆盖人数是前者的 2.2 倍。另一方面，任意市场活跃度提升都会给东财带来增量股民新开户。

股价表现的催化剂

市场风险偏好的提升，股票市场交易量提升。金融监管口径的放松。

核心假设风险

公司证券业务市占率提升不达预期，基金代销等业务业绩继续下滑。

目录

1. 主营业务变更，TMT 公司本质不改	5
1.1 纯正互联网基因，构筑垂直流量基础.....	5
1.2 连年加大研发投入，科技提升金融效率.....	7
1.3 二次创业：打造一站式综合金融服务平台.....	7
2. 流量变现水到渠成，经纪业务蓄势待发	8
2.1 一贯引领流量变现，基金代销成功经验可寻.....	8
2.2 证券个人业务逆势上升，互联网流量红利可期.....	9
3. 对标美国嘉信理财，成长 2.0 版图清晰	12
3.1 抓住长尾市场，嘉信理财资产管理规模突破 2.7 万亿.....	12
3.2 发展格局类似，剑指万亿财富管理市场.....	13
4.首次覆盖予以“增持”评级，DCF 估值对应当前市值 725 亿 .	15
4.1 收入拆分及盈利预测.....	15
4.2 公司正处于全新一轮成长期，DCF 估值对应当前市值 725 亿.....	17

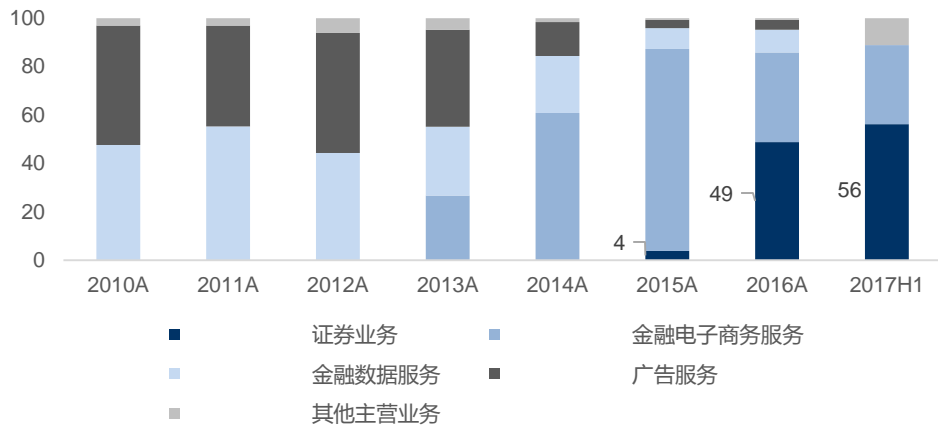
图表目录

图 1: 公司主营业务从金融数据服务向金融服务平台变迁 (单位: %)	5
图 2: 2017 年 8 月财经类 PC 端月度浏览时间排行	5
图 3: 2017 年 8 月财经类 PC 端日均覆盖人数排行	5
图 4: 2017 年 8 月财经类 APP 月独立设备数排行	6
图 5: 2017 年 8 月财经类 APP 月度总有效时长排行	6
图 6: 公司基金代销业绩弹性大	9
图 7: 东方财富证券万 2.5 的费率在市场中占据竞争优势	9
图 8: 东方财富证券经纪业务市占率逆市高增	10
图 9: 嘉信理财转型全面金融服务商后管理资产保持高速增长	13
图 10: 嘉信理财历史 PE (ttm) 约 27 倍	18
表 1: 公司自 2015 年起研发投入同比提高了 111%	7
表 2: 公司证券业务敏感性测试	11
表 3: 嘉信理财主要发展阶段	12
表 4: 保险、银行理财产品代销市场远大于基金	14
表 5: 公司证券业务收入预测	15
表 6: 公司各项业务收入拆分	16
表 7: 公司未来 5 年利润预测	17
表 8: FCFF 估值关键假设	17
表 9: FCFF 估值结果	17

1. 主营业务变更，TMT 公司本质不改

东方财富于 2015 年 12 月正式完成对西藏同信证券的收购及合并报表，并更名为“西藏东方财富证券”（下文简称“东财证券”）。2016 年，公司营业虽然受市场行情影响收入下滑，但券商业务收入占比大幅提升至 49%，跃居最大权重业务。2017 年中报，券商业务占比进一步跃升至 56%。由此市场对于公司的成长和业绩预测基本均出于证券股的前提。然而我们认为，公司本质上始终都是一家互联网平台公司。

图 1：公司主营业务从金融数据服务向金融服务平台变迁（单位：%）



资料来源：年报、申万宏源研究

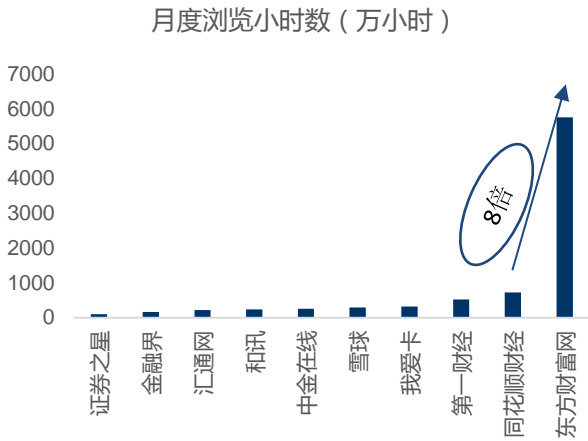
1.1 纯正互联网基因，构筑垂直流量基础

东方财富最早以财经综合门户网站“东方财富网”起家，通过建立海量的财经资讯库，加上股票社区“股吧”，锁定了一大批关注投资、有投资需求的用户，而且在覆盖人群、浏览时间和用户粘性方面排名靠前。

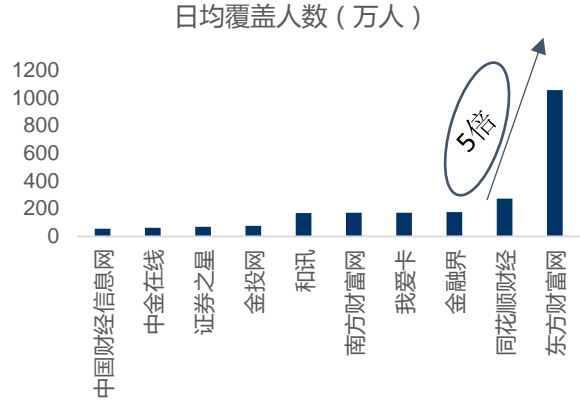
- 1) 东方财富网于 2004 年上线，目前已经成为全国影响力最大的财经证券门户网站之一，持续位居中国财经类网站第一位，与竞争对手之间的差距也在不断拉开。根据艾瑞咨询 2017 年 8 月的数据显示，东方财富网 PC 端日均覆盖人数位居同类网站首位，达到 1056 万人，几乎是 Top10 中其他 9 名网站（中国经济网、和讯网、同花顺、中金在线、金融界等）覆盖人数总和相当。同时从月度浏览时间来看，东方财富网达到 5758 万小时，是其他 9 名总和的两倍。

图 2：2017 年 8 月财经类 PC 端月度浏览时间排行

图 3：2017 年 8 月财经类 PC 端日均覆盖人数排行



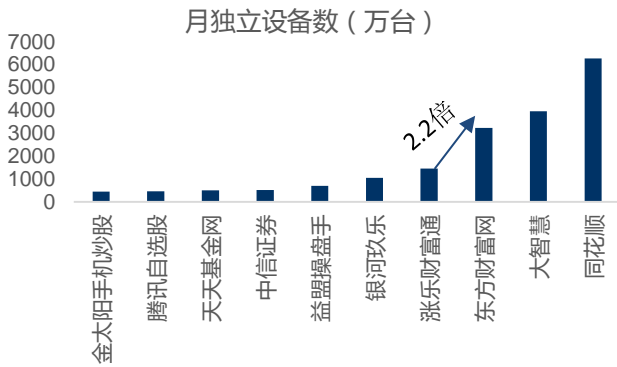
资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

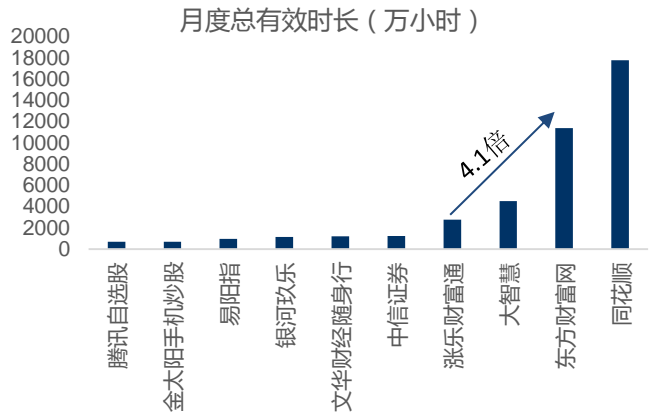
2) 从移动端来看，公司从 2014 年开始布局移动端，由于起步较晚，移动端日均活跃用户数（月平均值）在垂直财经网站中暂时落后于同花顺和大智慧，但是差距正不断缩小。同时，东方财富网 APP 月度单设备有效时长（用户黏性数据）已经超越同花顺和大智慧，排名首位。与传统券商相比，移动端日均活跃用户数也大幅领先，尽管华泰证券涨乐财富通 2009 年就已起步，但月独立设备数仍不足东方财富网 APP 的一半。

图 4：2017 年 8 月财经类 APP 月独立设备数排行



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

图 5：2017 年 8 月财经类 APP 月度总有效时长排行



资料来源：艾瑞咨询、申万宏源研究

3) 东方财富网旗下的核心板块“股吧”频道，具备了强大的社区基因。“股吧”于 2006 年上线，在互联网财经互动社区中已经占据了领先的行业地位。“股吧”具有先发优势，率先聚集了大量投资用户，活跃度远超同类竞争对手。且用户出于投资交流的目的进行访问，依赖度与黏性更强。公司相较于 BAT 的优势正是在于精准流量的高质量。

1.2 连年加大研发投入，科技提升金融效率

东方财富成立之初的主要收入来源是广告和金融数据终端（后者为自主研发）。东方财富金融数据方面业务与同花顺很类似，2008年靠上交所 Topview 金融数据真正成为金融数据提供商。公司在上交所停供 Topview 后推出东方财富金融终端机构版。原本 Topview 2139 万用户随即转入东方财富、同花顺等提供的替代产品。根据东方财富 2010 年年报，其 2010 年实现的非专利技术包括金融信息内容分布式缓存系统、金融信息的自动化内容处理技术、互动区内容自动审核管理系统、Flash 版网站行情图表系统、财经信息资讯检索和搜索系统、智能选股系统、基金评级分析系统。截止 2017 年，公司已经取得约 100 项软件著作权。

东方财富在设立天天基金网后，经营战略聚焦在流量牵引，该阶段公司所做的互联网金融通过商业模式的创新来精简中间的商业环节，从而提高效率。科技和金融更多地表现为较为简单的嫁接关系，两者之间并未发生更深层的融合。

表 1：公司自 2015 年起研发投入同比提高了 111%

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A
研发人员					605	836	1095
同花顺							
研发投入(万元)	5422	7842	7718	8032	11525	27887	29662
占比	25.28%	36.43%	44.86%	43.68%	43.39%	19.34%	17.11%
研发人员					768	1623	1646
东方财富							
研发投入(万元)	1097	4085	3960	3968	7067	14894	17840
占比	5.93%	14.57%	17.78%	15.97%	11.55%	5.09%	7.59%

资料来源：公司年报、申万宏源研究

2015 年起公司二次创业，当年研发投入将近 1.5 亿，同比增长了 111%，而后在 2016 年投入进一步加大。2015 年 5 月 19 日，公司以 4000 万增资东方财富证券研究所。东方财富证券研究所的主营业务为公司提供专业证券投资咨询服务，并为金融数据产品开发提供技术支持。2016 年 10 月，公司又成立了全资子公司南京东方财富信息技术有限公司，目的正是为了加强技术研发。这些举动显示出公司依托金融底层基础设施的代际升级。短期看公司很有可能参考国外科技金融的趋势开展新形式的投顾服务，长期看公司的商业模式也正在向技术驱动型迈进——未来有望实现通过金融科技对资产进行精准高效定价，从而实现资产端的高效配置。

1.3 二次创业：打造一站式综合金融服务平台

东方财富过去一次创业已经建立起了依托底层数据、客户数据共享，以财经资讯、金融数据服务为流量基础，通过交易、金融等变现的商业模式。未来东方财富将拓展全金融牌照，通过互联网提供综合金融服务的宏大目标已经跃然纸上。

公司董事长在 2015 年年会上明确提出东方财富致力于建立一站式金融服务平台，做国内最大券商，打造互联网企业 BAT 之外的第四极。所谓第四级指的是，百度改变人与信息的距离，阿里巴巴改变人与商品的距离，腾讯改变人与人的距离，东方财富改变人与财富的距离。公司业务有机会进一步向基金（代销）超市、网上证券经纪等领域延伸，实现从财经门户向“一站式”金融服务平台的升级。

不同于传统金融机构向线上转型的发展途径，东方财富从互联网基因出发，打造一站式金融服务平台显得更加水到渠成：

1) 传统金融机构本身并不存在线上流量优势，转型过程中，更多只是形式上的互联网化，试图顺应时代、提高用户体验。而实际业务拓展还是依赖于庞大的线下网点、依赖于业务人员。以券商为例，传统券商的净利润率约 30%，而东方财富证券 2017H1 的净利润率则超过 50%。

2) 东方财富网一直都是轻资产公司，通过早期卡位优势培养出了大量的优质垂直流量，互联网思维可以及时响应客户需求和市场变化。通过基金代销牌照、券商牌照、保险代销牌照以及后续可能获得的基金牌照等等，不断渗透资产管理产业链。公司的成长路径是基于客户规模积累和客户粘性，尝试金融变现的各种方式，打造一站式金融产品服务，包括市场及自身的理财、公司募基金、信托等产品，和融资融券等资本中介服务。

我们认为未来券商经纪业务、信用业务只是公司增强用户黏性和深度流量变现的途径之一。公司的战略目标始终是通过拓展金融全牌照，不断提升平台用户 ARPU 值。

2. 流量变现水到渠成，经纪业务蓄势待发

凭借早期财经门户的流量积累，东方财富在变现上也是一众同类公司中最领先的。2015 年基金代销业务通过证券牛市释放出巨大弹性，并再次提升用户黏性。而当下，东方财富手握多张金融牌照，更得以将先发优势发扬光大。

2.1 一贯引领流量变现，基金代销成功经验可寻

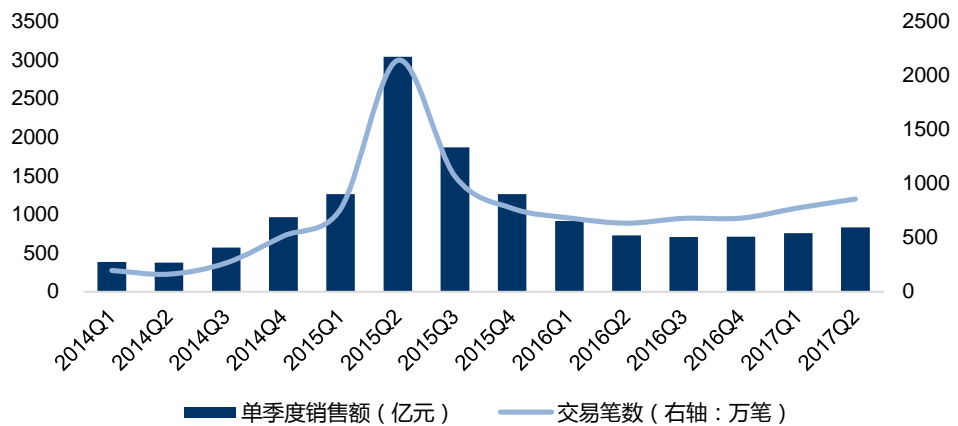
公司在 2007 年上线“天天基金网”，并在 2012 年拿到第三方基金代销牌照，公司开始发力金融电商业务，迈出了从信息服务切入金融服务的第一步。当市场还在探索金融流量变现的时候，无疑公司已经打响了头炮。从 2013 年开始，基金代销的营业收入呈现高速增长，2014 年东方财富基金代销业务营业收入达到 3.72 亿人民币，同比增长 4.64 倍。同期公司总营收为 6.12 亿，同比增长 147%，净利润更是实现超 10 倍井喷式增长至 18 亿元。随着 2015 年大牛市的到来，流量和场景开始变现为巨大的交易额和利润，15 年公司市值峰值超过 1700 亿。

在 2015 年牛市行情的助推下，公司基金代销规模达到 7344 亿元，短短四年时间内即逼近工行的 1.04 万亿元，实现基金销售收入 24.4 亿元，同比增长 5.56 倍，成为

推动当年业绩爆发的核心业务（基金销售营收占比 83%）。尽管当时已经遭到同行纷纷模仿，但公司作为引领行业流量变现的领军，始终在基金第三方销售机构中处于龙头地位。公司与多家基金形成紧密合作，上线产品数量不断增多，基金数量覆盖率居行业首位。

2016 年随着蚂蚁金服取得基金代销牌照，基金第三方销售平台掀起费率价格战。由于蚂蚁金服低至一折的申购费，导致东方财富 2016 年和 2017H1 的净利润下滑严重。目前几家巨头市场份额均已稳定，蚂蚁金服为基金公司打造“天猫”品牌店，而天天基金网则是同一基金超市形式。并且天天基金网的流量相对蚂蚁金服来说，投资属性更强，风险适应度也更成熟。公司作为基金代销龙头，确保市占率稳固的前提下，中长期看回升弹性较大。

图 6：公司基金代销业绩弹性大

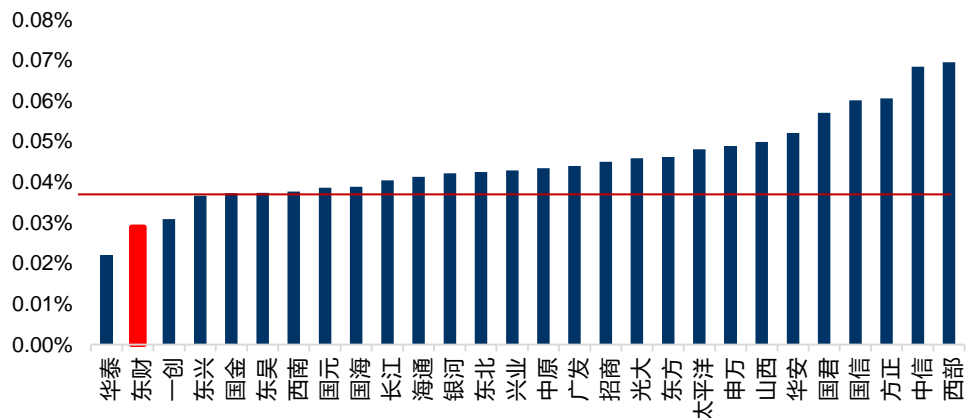


资料来源：季报、申万宏源研究

2.2 证券个人业务逆势上升，互联网流量红利可期

在成功的拉动第一波流量变现风口之后，东方财富于 2016 年收购了西藏同信证券，并更名为东方财富证券，成为第一家获得 A 股券商牌照的互联网公司。

图 7：东方财富证券万 2.5 的费率在市场中占据竞争优势

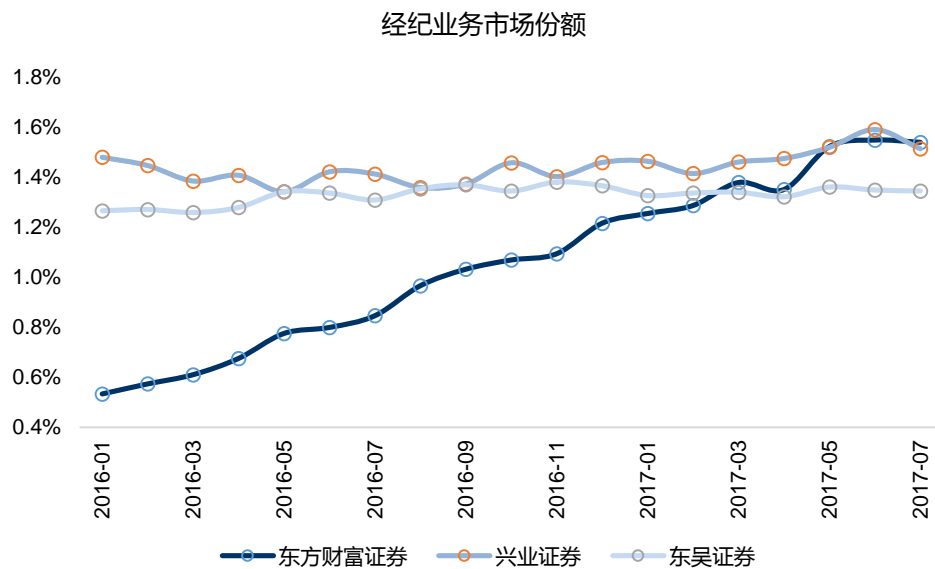


资料来源：Wind、公司公告、申万宏源研究

注：部分公司费率经测算所得，佣金率=经纪业务净收入/（股票+基金成交额）

经纪业务市占率奋起直追，在 A 股交易额下行通道中仍能保持高速增长。在传统券商经纪业务缩水的格局下，东方财富证券以万 2.5 的超低费率在证券市场中展开市场的激烈争夺。收购前，2014 年 12 月东方财富证券的股票市场份额仅占 0.23%，排名第 74 位。收购后，依靠东方财富前期在门户时代和基金代销业务方面积累了海量的粘性高且有交易需求的用户之后，市场份额增长迅速。2017H1 经纪业务市占率已经翻了五番，攀升至市场第 19 名。2017 年 8 月，东财证券最新的股票成交额市场份额占 1.58%。需要强调的是，东方财富证券在 2016-2017H1 市占率的提升属于逆市增长，同期其他券商交易量都在萎缩或排名下滑。我们预计公司依靠 0.25% 的交易佣金费率和进一步的下调空间（华泰证券的交易佣金费率为 0.20%）将持续稳定地吸引存量股民将账户转移至东方财富证券。

图 8：东方财富证券经纪业务市占率逆市高增



资料来源：Wind、申万宏源研究

融资业务低利率策略起效，导流实现规模快速增加。公司在 2017 年 5 月将融资利率从 8.35% 下调至 6.99%，而当前百家券商中有 57 家融资利率坚守 8.35% 的水平，30 家为 8.6%。公司的低价策略效果显著，在 2017 年以来两融总规模下降趋势中，传统券商两融余额大幅下降，但公司的两融余额保持逆势增长。2017 年上半年度两融余额为 57.68 亿，同比增长 287.1%，市占率由去年同期的 0.17% 上升至 0.66%，行业内排名第 37 位，较去年同比排名提升了 38 位。根据市场规律，一般券商的两融业务市占率将与经纪业务市占率持平，现阶段由于两融业务半个月的滞后期，我们认为公司利息净收入的增速将持续。

互联网马太效应持续发酵，目标剑指大型券商。互联网领域赢者通吃，马太效应尤其明显。以美国为例，90 年代后期传统券商开始受到互联网冲击，嘉信理财率先在 1996 年推出 eSchwab 网上交易，并通过低价折扣迅速抢占市场。1998 年底，嘉信的在线经纪账户数达到了 200 万。嘉信的市值迎来了数倍的增长，甚至超越之前市占率第一的美林证券。在国内，根据东方财富 Choice 数据，2016 年券商股票成交额市场份额排名中，华泰证券市占率 7.633%，列第一。但根据 2017 年 9 月华泰证券官方网站罗列的营业部数量，仅 242

家。其他大型券商，如银河证券的营业部则有 360 家。这当中主要原因在于华泰证券是传统券商中最早向线上发力的。2009 年推出的华泰证券涨乐财富通 APP 目前用户数在炒股类 APP 中排名第 4，位列传统券商之首。目前东方财富网 APP 的日均覆盖人数是涨乐财富通的 2.2 倍，且开户即送一年 lever-2 行情服务。我们认为互联网导流的逻辑将被东方财富更好的演绎。

经纪业务本身交易通道属性更强，服务的附加值极低。传统券商就经纪业务本身不存在壁垒，线上流量于线下渠道无差异，东财的流量变现理论上没有障碍。从行业发展来看，目前券商一些常规经纪业务主要在线上开展，营业部不再是单一的证券交易和开户窗口此外，然而传统券商庞大的线下机构和成本费用使得净利润率远远低于东财证券。另外，根据公司公告整理，公司拟通过发行可转债约 46.5 亿、次级债 50 亿、自有资金增资约 60 亿等方式为公司后续开展业务提供保障。

我们对三年后公司的证券经纪业务的市占率做出三种推测：1、线性外推，保守未来市占率达到 3%；2、根据公司战略计划，市占率超越大型券商达到 6%；3、互联网马太效应实现，成为市占率第一的券商，占比 10%。并根据熊市/牛市不同的市场交易量做出敏感性测试，得出结论：公司的证券业务弹性巨大，空间甚至可能达到 70+亿利润。

表 2：公司证券业务敏感性测试

单位：亿元	假设 1.1	假设 1.2	假设 2.1	假设 2.2	假设 3.1	假设 3.2
经纪业务						
两市成交额	1000000	3000000	1000000	3000000	1000000	3000000
公司经纪业务市场份额	3.00%	3.00%	6.00%	6.00%	10.00%	10.00%
公司交易量	60000	90000	60000	180000	100000	300000
经纪业务净收入	15	23	30	60	50	100
净佣金率	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%
信用业务						
市场两融余额	9500	28500	9500	28500	9500	28500
公司两融市场份额	3.00%	3.00%	6.00%	6.00%	10.00%	10.00%
公司两融余额	285	855	570	1710	950	2850
息差	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
利息净收入	7	21	14	43	24	71
营业收入合计	22	44	44	103	74	171
净利润率	50%	50%	50%	50%	50%	50%
净利润合计	11	22	22	51	37	86

资料来源：年报、Wind、申万宏源研究

3. 对标美国嘉信理财，成长 2.0 版图清晰

嘉信理财成立于 1971 年，总部在旧金山，90 年代中后期嘉信理财率先向互联网跨越，发展成为一家综合金融服务公司。2017 年中嘉信理财市值超过 600 亿美元。相似的发展战略与雷同的成长路径，为东方财富描绘了清晰的成长 2.0 版图。

3.1 抓住长尾市场，嘉信理财资产管理规模突破 2.7 万亿

1971 年嘉信理财成立之初，只是一家小规模的传统证券经纪商。经历佣金折扣证券经纪商——资产集合商——互联网转型三个阶段最终发展成了一家全面的金融服务商。

表 3：嘉信理财主要发展阶段

阶段	战略	战术	结果
上世纪 70 年代	佣金折扣证券经纪商	低佣金迅速获取长尾客户	
80 年代-90 年代初	资产集合商	第一个没有交易费、附加费共同基金 超市开办共同基金市场	账户从 1981 年 30 万户增长到 1992 年 200 万户
90 年代中后期	互联网化	推出 eSchwab、开办公司网站	总账户数从 300 万增加到 620 万，1998 年底市值超越美林证券
21 世纪	全面金融服务商	业务扩张至股票评级咨询服务、银行、信托公司和电子信贷公司	2017 年中市值超过 500 亿美元，2016 财年披露管理资产超过 27000 亿美元

资料来源：公司财报、Bloomberg、申万宏源研究

90 年代末美国互联网浪潮兴起，1995 年，嘉信官网 schwab.com 上线；同年收购了英国的折扣经纪商 ShareLink，以及当时最大的 401(k) 计划服务商 Hampton Company。1996 年，嘉信推出著名的 eSchwab 服务，大量客户最终涌向了佣金更低的 eSchwab。经历短暂的利润萎缩后，很快线上商业模式换来了成本的下降，以及客户数量和资产规模的迅速扩张。1998 年底，嘉信的在线经纪账户数达到了 200 万。嘉信的市值迎来了数倍的增长，达到 224 亿美元，超越美林证券。

此后，嘉信理财开始着力发展其他零售业务，打造综合金融平台。

1) 2000 年嘉信理财分别完成了对美国信托公司和 Cyber Trade 的收购，并且与电子信贷公司 E-Loan Inc. 结成战略联盟，提供在线房地产抵押贷款解决方案。嘉信银行于 2003 年创办成立，逐步实现客户证券账户与银行账户的对接。虽然银行一直未被作为重点业务发展，但它使嘉信的收入结构进一步多元化。至此，嘉信已经完成了涵盖证券经纪、财富管理、零售银行三大支柱业务的完整布局。

2) 为了开拓弱证券周期的稳定收入，嘉信理财 2002 年推出 Schwab Equity Ratings 股票评级咨询服务，以自动算法挑选股票。2005 年，嘉信继续降低零售客户以及小型企业客户的账户服务和交易费用，并将 Schwab Equity Ratings（基于算法的股票挑选服务）开放给所有客户。

3) 随着全资产、跨品种配置的目标日期基金 Target Date Fund 愈加受市场追捧，嘉信推出了自己的目标日期基金¹。2006 年嘉信推出了“嘉信管理组合”，为 5 万美元起步的中小客户提供专业化的财富管理方案。2015 年，嘉信理财推出低费率智能投顾，以标准化的全自动方式对客户进行精准画像，通过用户的各项日常关键性数据了解客户真实的风险承受能力，从而为客户个性化定制合适的资产配置方案。标准个性化智能投顾容量大，边际成本递减，在庞大的用户基础上费率可趋近于 0，如需更具针对性的服务，用户则可以同时选择平台众包化服务。面向广大普通投资者的泛财富管理时代已经拉开序幕。

根据年报披露，嘉信理财的管理资产规模在 2002 年至 2017 年 H1 之间翻了 4.6 倍，2016 财年末资产管理余额约为 2.78 万亿美元。同期嘉信理财市值也超过了 600 亿美元。

图 9：嘉信理财转型全面金融服务商后管理资产保持高速增长



资料来源：公司财报、申万宏源研究

3.2 发展格局类似，剑指万亿财富管理市场

与嘉信理财发展格局类似，东财在经纪业务领域已经取得突出的成绩，目前正在拓宽交易资格的界限，为用户提供综合金融服务。

在互联网基金代销领域取得成功之后，公司将进一步迈向更广阔的财富管理市场。根据波士顿咨询公司的统计，预计到 2020 年，中国居民个人可投资资产总额超过 200 万亿。2007-2016 年居民储蓄比例已经在不断下降，银行理财、信托和私募的规模增长迅速。2016 年基金管理公司和具有公募牌照的资产管理机构管理的公募基金仅有 9.16 万亿元，不足财富管理中的冰山一角。

2017 年 4 月，东方财富发布公告称，拟使用自有资金人民币 5000 万元投资设立全资子公司上海东方财富保险代理有限公司。公司注册资本 5000 万元，拟定经营范围为保险专业

¹目标日期基金面向的主要投资者是在目标日期附近(65 岁)退休的人群，目标日期基金的投资策略通过资产分散配置，动态调整组合结构，可以实现长期投资的绝对收益目标。从分散投资的广度看，国内已经具备设计目标日期型基金的环境。

代理。东财的布局也大概率会覆盖更多元化的资产配置模式，从高风险偏好的基金代销向低风险偏好的理财产品的延伸无疑来的更容易一些。

表 4：保险、银行理财产品代销市场远大于基金

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
天天基金网年度基金销售额	361	2298	7433	3061				
全国总成交金额	8989	37479	103814	89360				
占比	4.01%	6.13%	7.16%	3.43%	5.18%			
保费中介渠道收入		2067	2509	3052	3721	4548	5576	6858
银行理财产品募集资金规模	704800	925300	1584100	1680000				

资料来源：Wind、中国银行业协会、申万宏源研究

除却交易佣金、代销费这类中介业务之外，东财还向财富管理更上游的环节拓展。2015年5月，东方财富公告称使用超募资金设立基金管理公司——天天基金管理有限公司，注册资金2亿元，并向证监会申请公募基金牌照。2017年3月22日，公司发布公告称，子公司西藏东方财富证券股份有限公司收到中国证监会下发的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（170004号），中国证监会依法对东方财富证券提交的《西藏东方财富证券股份有限公司公募基金管理公司设立资格审批——西藏东财基金管理有限公司》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。虽然东财也在公告中提醒称，“设立公募基金管理公司尚需中国证监会批准，存在不确定性，公司将根据中国证监会审批情况，及时履行信息披露义务。”但这种不确定性概率很低。

天天基金网本身的流量基础、长期培养的用户习惯和货币基金/指数化基金天然规模优势，基金牌照一旦获批将释放巨大的协同效应——申赎费用和尾佣将全部转化为收入。2017H1由于基金代销价格战导致的不盈利局面将被扭转，重新释放东财的流量价值。

此外，东财的金融产品版图已经包括征信、小额信贷，切入信用数据和互联网金融。公司当之无愧是A股目前格局最大的互联网金融平台。

展望未来，智能化、一站式以及服务长尾将成为未来财富管理行业发展的大势所趋。传统金融机构庞大的线下组织和巨大的人力成本在效率上无法与线上金融科技相匹敌。如果说过去财富管理市场是以产品为导向的，那么未来一定是客户需求至少。传统金融机构冗长的决策机制显然也无法及时响应客户需求、无法及时变革。因而用户才是最核心优势。东方财富网日均覆盖人数超过1000万，且大部分为风险偏好较高的股民。FinTech技术在金融领域的渗透，使得金融服务的边界迅速延展，服务长尾客户已经成为可能。

4.首次覆盖予以“增持”评级，DCF 估值对应当前市值 725 亿

4.1 收入拆分及盈利预测

关于市场的核心假设：2017 年、2018 年 A 股日均股基成交额引自《申万宏源研究关键假设表 20170918》，分别为 5000 亿元和 5250 亿元。根据对 2001 年至今股基交易额的数据分析，每 10 年市场的成交额增长 10 倍，年化约 12%，因此假设 2019 年至 2021 年成交额维持同比 12% 的增速。假设市场两融余额的增速与上述股基交易额的增速保持一致。

关于东方财富证券经纪业务市占率的假设：根据对东方财富证券月度股票成交额市场份额的计算，将月度市场份额增速平滑到季度，则发现该季度增速呈递减趋势。结合公司的交易佣金费率折扣和流量基础，我们预测公司在 2017-2021 年底股票成交额市场份额依次为 1.58%、2.56%、3.88、5.41% 和 7.01%。

其他核心假设：1、仅考虑 2017 年中报披露几大业务板块，未纳入未来潜在业务增长点；2、基金代销业务充分考虑市场竞争，给予保守预测。

表 5：公司证券业务收入预测

单位：亿元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
经纪业务							
两市成交额（亿）	2543000	1265127	1000000	1050000	1176000	1317120	1475174
公司经纪业务市场份额		0.81%	1.58%	2.56%	3.88%	5.41%	7.01%
公司交易量		20394	31600	53760	91258	142512	206819
经纪业务净收入	6.88	6.38	7.90	13.44	22.81	35.63	51.70
净佣金率		0.031%	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%	0.025%
信用业务							
市场两融余额	11742	9392	9200	9660	10819	12118	13572
公司两融市场份额	0.12%	0.45%	0.71%	1.58%	2.56%	3.88%	5.41%
公司两融余额	14	43	65	153	277	470	734
息差		5.51%	5.00%	4.00%	3.50%	3.00%	3.00%
利息净收入	0.96	2.35	3.27	6.11	9.69	14.10	22.03
投行业务							
投行业务净收入	0.80	1.20	1.25	1.50	1.70	1.70	1.70
资管业务							
资产管理业务净收入	0.81	0.85	0.94	1.03	1.14	1.59	3.18
自营业务							
自营业务净收入	1.87	-0.47	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业收入合计	1.13	11.49	14.52	24.00	38.42	57.63	85.45

资料来源：年报、申万宏源研究

目前看券商经纪业务净佣金率的下降趋势已经平稳，预计后续可以维持在万 2.5 的水平。考虑到东财证券信用业务放量之后，公司的资金成本将来自于发债，因而预计信用业务的息差将逐渐缩减至 3.0%。东财证券的投行业务、资管业务占比较小，对收入利润影响很小。综上，我们预计公司证券业务在 2017-2021 年 5 年复合收入增速为 45%。

公司其他主要收入板块：1) 金融电子商务服务暨基金代销业务在现阶段面临竞争对手低折扣价格战的市场冲击，导致公司采取低价跟随策略以稳定市场份额，因而预计在 17-18 年仅个位数 6% 增长。但随着市场份额逐渐企稳的态势和后续公司证券业务扩张带来的协同效应，并且预计公司货币基金代销份额将进一步提升，因此给予该业务 2019-2021 年 20% 收入增速。值得注意的是，我们的盈利预测中，未考虑公司未来可能开展保险产品、银行理财产品代销等业务。2) 金融数据服务和广告服务收入占比较低。收入增速与上述关于市场的核心假设一致，2017-2021 年的收入增速分别为 5%、12%、12%、12% 和 12%。

表 6：公司各项业务收入拆分

单位：百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2926	2352	2721	3762	5449	7657	10778
营业收入增速 (yoy)	377%	-20%	16%	38%	45%	41%	41%
营业成本	324	323	314	335	366	418	480
营业成本增速 (yoy)	118%	0%	-3%	7%	9%	14%	15%
分部收入							
金融数据服务	249	220	231	258	289	324	363
同比增长	72%	-12%	5%	12%	12%	12%	12%
毛利率	53%	25%	35%	39%	45%	45%	45%
营业成本	117	166	150	158	159	178	200
广告服务	102	98	102	115	129	144	161
同比增长	19%	-4%	5%	12%	12%	12%	12%
毛利率	58%	35%	39%	39%	39%	40%	40%
营业成本	42	63	63	70	78	86	97
基金销售收入 (金融电子商务服务)	2442	871	920	972	1170	1404	1685
收入同比增长	556%	-64%	6%	6%	20%	20%	20%
毛利率	94%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
营业成本	153	84	92	97	117	140	168
其他	20	15	16	17	19	22	24
证券服务收入	113	1149	1452	2400	3842	5763	8545

资料来源：年报、申万宏源研究

逐项拆分公司费用，考虑到东财证券所开设的线下营业部以 C 型轻量级网点为主，成本和费用支出远低于传统券商，因而利润率水平更高，2017H1 净利润率超过 50%，而传统

券商一般在 30% 左右。根据模型测算，我们预计公司 2017-2021 年归属于母公司的净利润分别为 7.67 亿、12.56 亿、18.64 亿、27.64 亿和 42.74 亿，对应 17-19 年 PE 为 81 倍、50 倍和 34 倍。

表 7：公司未来 5 年利润预测

利润表（单位：百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	2926	2352	2721	3762	5449	7657	10778
营业总成本	876	1705	1891	2394	3392	4538	5930
其中：营业成本	324	323	314	335	366	418	480
营业税金及附加	46	52	69	79	125	177	241
销售费用	203	266	336	384	615	864	1177
管理费用	394	1114	1224	1655	2343	3139	4096
财务费用	(108)	(67)	(68)	(74)	(72)	(75)	(78)
利润总额	2171	798	894	1452	2142	3196	4930
减：所得税	322	86	127	197	279	435	661
净利润	1849	712	767	1255	1862	2762	4269
归属于母公司所有者的净利润	1849	714	767	1256	1864	2764	4274
全面摊薄每股收益	0.43	0.17	0.18	0.29	0.43	0.64	1.00

资料来源：年报、申万宏源研究

4.2 公司正处于全新一轮成长期，DCF 估值对应当前市值 725 亿

表 8：FCFF 估值关键假设

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC
显性阶段	3	—	—	—	8.15%
半显性阶段	3	46%	趋于稳态	趋于稳态	溢价项
递减过渡阶段	3	递减	趋于稳态	趋于稳态	8.15%
永续	After 9 年	4%	16%	30%	

资料来源：申万宏源研究

DCF 估值得出公司内在价值 16.91 元，对应市值 725 亿。我们利用申万模型自动生成的无风险利率 3.61%，股票市场溢价取 5.0%，Beta 取 1.50，得出公司 WACC 为 8.15%。伴随着公司在证券市场经纪业务和信用业务市占率的持续提升，同时基金代销等业务因市场环境趋好而提升盈利水平，预测公司半显性阶段收入增长率 46%，永续阶段收入增长率 4%，FCFF 模型得出公司每股内在价值 16.91 元，对应当前市值 725 亿元。

表 9：FCFF 估值结果

百万元，元，百万股	价值	比例
企业总价值	68,150	100%
减：付息债务	390	1%

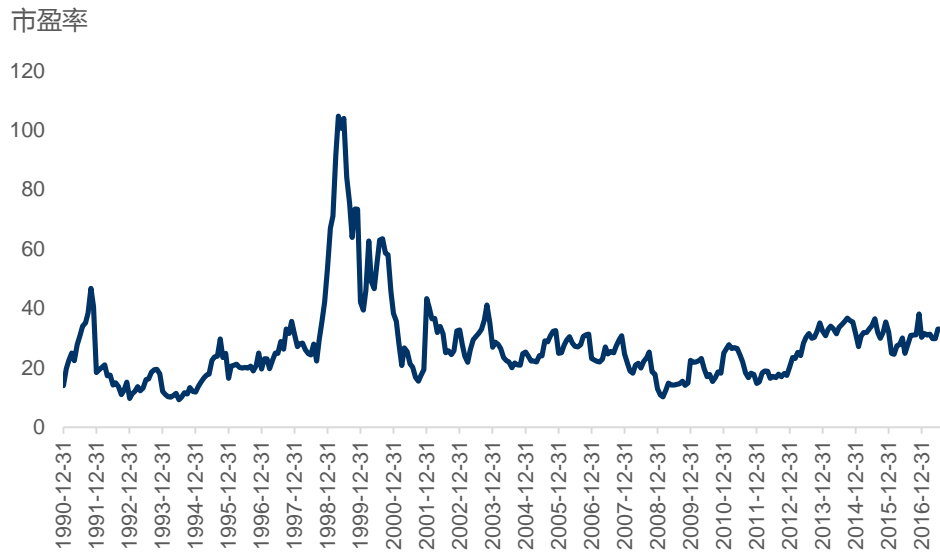
少数股东权益价值		44	0%
少数股东权益		6	
少数股权 PB		7.20	
股权价值		67,716	99%
总股本		4,289	
每股价值	2016 年末	15.79	
最新每股价值	2017/9/19	16.91	

资料来源：Wind、申万宏源研究

此外，一旦公司在保险产品代销、银行理财产品代销或者取得基金牌照后发行基金产品上取得任何进展，则利润弹性还将超过上述预测。

公司正处于全新一轮成长期，成长路径可参考美股嘉信理财。假使五年后公司现有业务进入稳态，我们以盈利预测中 2021 年的盈利水平为例，对应利润为 42.74 亿。参考嘉信理财历史一贯相对较高的估值溢价水平——自 1991 年起 PE (ttm) 平均值为 27 倍，如果给予公司 27 倍 PE，则 2021 年公司对应市值为 1154 亿。

图 10：嘉信理财历史 PE (ttm) 约 27 倍



资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,926	2,352	2,721	3,762	5,449
证券业务	113	1,149	1,452	2,400	3,842
金融电子商务服务	2,442	871	920	972	1,170
金融数据服务	249	220	231	258	289
广告服务	102	98	102	115	129
其他主营业务	20	15	16	17	19
营业总成本	876	1,705	1,891	2,394	3,392
营业成本	324	323	314	335	366
金融电子商务服务	153	84	92	97	117
金融数据服务	117	169	150	158	159
广告服务	42	65	63	70	78
其他主营业务	12	4	9	10	12
营业税金及附加	46	52	69	79	125
销售费用	203	266	336	384	615
管理费用	394	1,114	1,224	1,655	2,343
财务费用	-108	-67	-68	-74	-72
资产减值损失	18	17	15	15	15
公允价值变动损益	22	-25	-1	-1	-9
投资收益	39	45	0	0	0
营业利润	2,111	667	829	1,367	2,048
营业外收支	60	131	65	85	94
利润总额	2,171	798	894	1,452	2,142
所得税	322	86	127	197	279
净利润	1,849	712	767	1,255	1,862
少数股东损益	0	-1	-1	-1	-2
归属于母公司所有者的净利润	1,849	714	767	1,256	1,864

资料来源：申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	19,744	21,646	23,510	28,292	35,672
现金及等价物	14,216	10,867	12,478	13,071	13,674
应收款项	1,890	2,083	2,400	3,326	4,819
存货净额	0	135	131	140	153
其他流动资产	284	557	8,501	11,755	17,026
长期投资	364	402	482	633	723
固定资产	415	1,810	1,827	1,840	1,851
无形资产及其他资产	3,211	3,127	3,183	3,238	3,286
资产总计	23,733	26,986	29,001	34,003	41,532
流动负债	15,035	13,839	14,430	18,232	24,056
短期借款	0	74	43	4,112	9,752

应付款项	555	478	505	535	571
其它流动负债	0	0	13,119	12,809	12,964
非流动负债	522	316	314	318	316
负债合计	15,557	14,155	14,744	18,549	24,372
股本	1,854	3,558	4,289	4,289	4,289
资本公积	4,404	6,827	6,827	6,827	6,827
盈余公积	231	265	328	422	549
未分配利润	1,681	2,175	2,648	3,561	4,891
少数股东权益	8	6	165	355	604
股东权益	8,177	12,831	14,257	15,454	17,160
负债和股东权益合计	23,733	26,986	29,001	34,003	41,532

资料来源：申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,849	712	767	1,255	1,862
加：折旧摊销减值	55	157	432	446	467
财务费用	0	40	-68	-74	-72
非经营损失	-49	-21	-1	4	8
营运资本变动	-1,347	-5,163	-303	-919	-1,485
其它	0	0	-1,027	-3,316	-5,240
经营活动现金流	547	-4,228	-200	-2,604	-4,460
资本开支	196	1,639	490	500	511
其它投资现金流	-294	-1	-380	-452	-399
投资活动现金流	9,161	-1,818	-870	-952	-910
吸收投资	29	4,057	160	190	251
负债净变化	0	-630	-31	4,070	5,639
支付股利、利息	73	226	-567	175	336
其它融资现金流	1	0	471	-235	118
融资活动现金流	-43	4,104	1,167	3,850	5,673
净现金流	9,669	-1,939	97	294	303

资料来源：申万宏源研究

重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.43	0.17	0.18	0.29	0.43
每股经营现金流	0.13	-0.99	-0.05	-0.61	-1.04
每股红利	0.13	0.14	0.05	0.06	0.10
每股净资产	1.90	2.99	3.29	3.52	3.86
关键运营指标(%)					
ROIC	-28.5	25.1	5.0	6.4	7.1
ROE	22.6	5.6	5.4	8.3	11.3
毛利率	88.9	86.3	88.5	91.1	93.3
EBITDA Margin	67.6	30.6	43.3	45.9	44.7
EBIT Margin	66.3	24.7	28.0	34.4	36.4
收入同比增长	378.1	-19.6	15.7	38.3	44.8
净利润同比增长	1015.4	-61.4	7.6	63.7	48.4
资产负债率	65.6	52.5	50.8	54.6	58.7
净资产周转率	0.36	0.18	0.19	0.25	0.33
总资产周转率	0.12	0.09	0.09	0.11	0.13
有效税率	15.1	11.4	14.2	13.6	13.0
股息率	0.9	0.9	0.4	0.4	0.6
估值指标(倍)					
P/E	34.9	90.5	84.2	51.4	34.6
P/B	7.9	5.0	4.6	4.3	3.9
EV/Sale	17.3	22.9	23.4	17.8	13.3

EV/EBITDA	25.6	74.7	53.9	38.8	29.6
-----------	------	------	------	------	------

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售顾问索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。