

# 东方财富 (300059)

证券研究报告

2018年04月17日

## 18Q1 季报点评：证券经纪市占率提升略超预期，基金代销触底反弹，长期有望晋升“AI+金融”独角兽

东方财富 2018 年 Q1 实现营业总收入 8.23 亿元，同比增长 53.55%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 199.48%；扣非后净利润 2.92 亿元，同比增长 196.31%，业绩符合预期，接近指引上限（3.02 亿元，同比增长 200%）。其中，证券业务手续费及佣金净收入为 3.05 亿元，同比增长 54.5%；利息净收入为 1.50 亿元，同比增长 50.4%；基金代销业务等其他营业收入为 3.67 亿元，同比增长 54.1%。业绩增长主要受益于证券业务（主要是证券经纪业务，融资融券、买入返售业务）和金融电子商务服务业务收入大幅增长，以及销售费用率和管理费用率大幅下降。

**证券经纪业务市场份额提升略超预期，两融业务市占率稳步提升。**东方财富证券经纪业务市场份额快速攀升，2018 年 3 月股基成交额市场份额为 2.07%，环比提升 0.22 个百分点（2017 年 12 月市场份额相较 1 月提升 0.52 个百分点），加速抢夺份额，其中股票成交额市场份额为 2.20%，在所有证券公司中均排名第 15 名，排名环比均提升 1 个名次。同时，公司 17 年以 12 亿次级债、46.5 亿元可转债补充资本金后，融资融券业务市占率稳步提升。截至 2018 年 3 月底，公司融资融券期末余额市场占有率达 1.03%，同比提高 0.5 个百分点，行业排名迅速提升 22 位至第 23 名。

**基金代销业务触底反弹，交易活跃度提升驱动业绩释放。**从 17 年下半年起，基金代销业务迎来触底反弹，流量和变现压力大幅缓解。从流量来看，2018 年 Q1 天天基金网日均页面浏览量为 805.40 万，相比 17 年全年平均 568.3 万增长 42%；天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 172.15 万人，相比 17 年全年均值增长 159%。随着交易活跃度明显提升，单笔交易的基金销售额也有所增长。2018 年 Q1 公司互联网金融电子商务平台共实现基金认申购及定期定额申购交易 1,648.28 万笔，基金销售额为 1,637.64 亿元，同比增长 116.46%，平均单笔交易销售额接近 1 万元，基本与上年持平；其中，“活期宝”共计实现申购交易 483.74 万笔，销售额为 1,012.44 亿元，平均单笔交易销售额为 2.1 万元，相比 17 年的 1.97 万元明显提高。

**投资建议：**我们认为公司未来三年的业绩增长核心来自权益市场慢牛、券商经纪业务及相关衍生业务如两融的市占率持续提升、以及金融产品多元化，长期围绕高价值垂直用户深度挖掘，获取资产管理收益，对标嘉信理财超过 700 亿美金市值。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 13.20 亿元/19.68 亿元/28.77 亿元，对应 PE 分别为 52.3x/35.1x/24.0x。考虑公司是 A 股稀缺的互联网金融平台型公司，拥有丰富的金融牌照储备，未来三年复合增速超过 65%，公司已建立多维度数据仓库体系，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生出“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

**风险提示：**资本市场景气度波动，大金融监管政策，新业务落地不达预期。

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 传媒/互联网传媒 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 16.09 元  |
| 目标价格   | 22.94 元  |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 4,288.78    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 3,443.86    |
| A 股总市值(百万元)   | 69,006.47   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 55,411.77   |
| 每股净资产(元)      | 3.49        |
| 资产负债率(%)      | 66.80       |
| 一年内最高/最低(元)   | 17.09/10.20 |

### 作者

|                            |     |
|----------------------------|-----|
| 文浩                         | 分析师 |
| SAC 执业证书编号: S1110516050002 |     |
| wenhao@tfzq.com            |     |
| 周奕纯                        | 联系人 |
| zhouyichun@tfzq.com        |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《东方财富-首次覆盖报告:连接人与财富，东方“嘉信”再起航》2018-03-19

| 财务数据和估值     | 2016     | 2017     | 2018E    | 2019E    | 2020E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)   | 2,351.82 | 2,546.79 | 3,906.63 | 5,369.30 | 6,834.20 |
| 增长率(%)      | (19.62)  | 8.29     | 53.39    | 37.44    | 27.28    |
| EBITDA(百万元) | 724.45   | 820.59   | 1,625.04 | 2,351.84 | 3,267.78 |
| 净利润(百万元)    | 713.77   | 636.90   | 1,319.77 | 1,967.75 | 2,876.80 |
| 增长率(%)      | (61.39)  | (10.77)  | 107.22   | 49.10    | 46.20    |
| EPS(元/股)    | 0.17     | 0.15     | 0.31     | 0.46     | 0.67     |
| 市盈率(P/E)    | 96.68    | 108.35   | 52.29    | 35.07    | 23.99    |
| 市净率(P/B)    | 5.38     | 4.70     | 4.76     | 4.27     | 3.73     |
| 市销率(P/S)    | 29.34    | 27.10    | 17.66    | 12.85    | 10.10    |
| EV/EBITDA   | 68.37    | 56.31    | 33.96    | 24.37    | 17.02    |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

|              |   |
|--------------|---|
| 1. 财务分析..... | 3 |
| 2. 业务分析..... | 5 |
| 3. 投资建议..... | 9 |

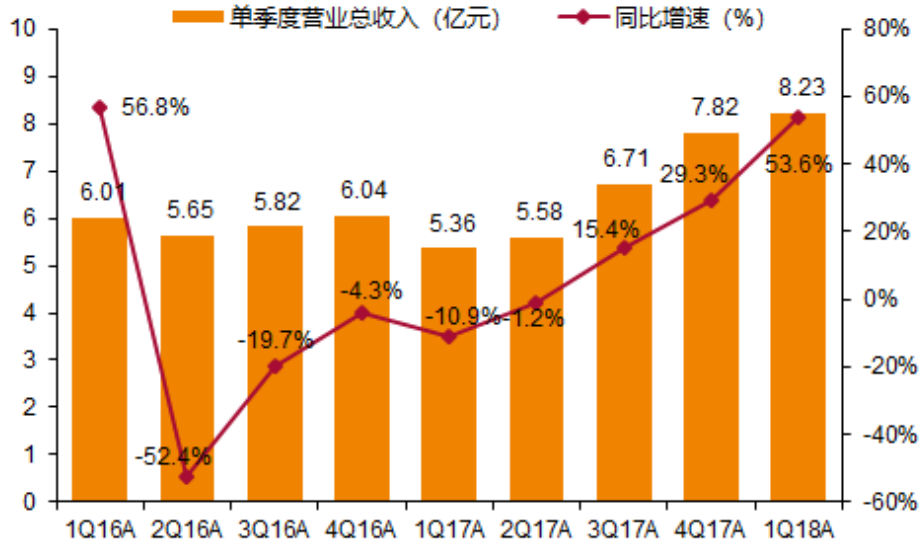
## 图表目录

|  |   |
|--|---|
| 图 1: 东方财富单季度营业总收入及同比增速 (1Q16A-1Q18A) .....               | 3 |
| 图 2: 东方财富单季度归母净利润及同比增速 (1Q16A-1Q18A) .....               | 3 |
| 图 3: 东方财富单季度分业务营收 (4Q15A-1Q18A) .....                    | 4 |
| 图 4: 东方财富单季度毛利率与净利率 (1Q16A-1Q18A) .....                  | 4 |
| 图 5: 东方财富单季度三项费用率 (1Q16A-1Q18A) .....                    | 4 |
| 图 6: 东方财富证券股基成交额及市场份额 (2015 年 1 月-2018 年 3 月) .....      | 5 |
| 图 7: 东方财富证券股基成交额与两市股基成交额对比 (2015 年 1 月-2018 年 3 月) ..... | 5 |
| 图 8: 东方财富证券股票成交额及市场份额 (2015 年 1 月-2018 年 3 月) .....      | 6 |
| 图 9: 东方财富证券期末融资融券余额及市场占有率 (1Q15A-1Q18A) .....            | 6 |
| 图 10: 东方财富证券期末融资融券余额与市场期末融资融券余额对比 (1Q15A-1Q18A) .....    | 7 |
| 图 11: 天天基金网日均页面浏览量 (2016A-2017A, 1Q18A) .....            | 7 |
| 图 12: 天天基金网日均独立访问用户数 (2016A-2017A, 1Q18A) .....          | 8 |
| 图 13: 东方财富平均单笔基金销售额 (2013A-2017A, 1Q18A) .....           | 8 |

## 1. 财务分析

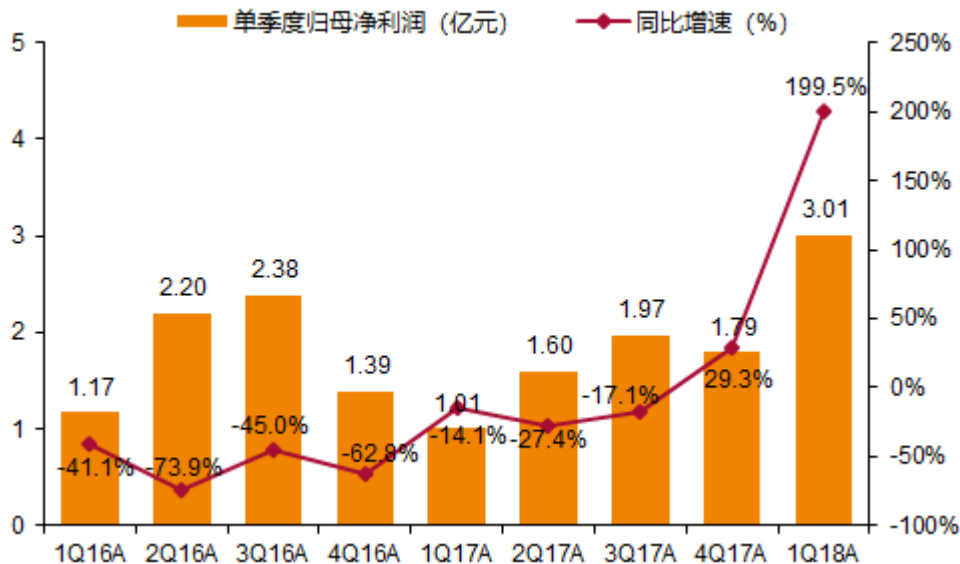
东方财富 2018 年 Q1 实现营业总收入 8.23 亿元，同比增长 53.55%，增速是最近 8 个季度最高；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 199.48%；扣非后净利润 2.92 亿元，同比增长 196.31%，业绩符合预期，接近指引上限 3.02 亿元，即同比增长 200%。

图 1：东方财富单季度营业总收入及同比增速（1Q16A-1Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

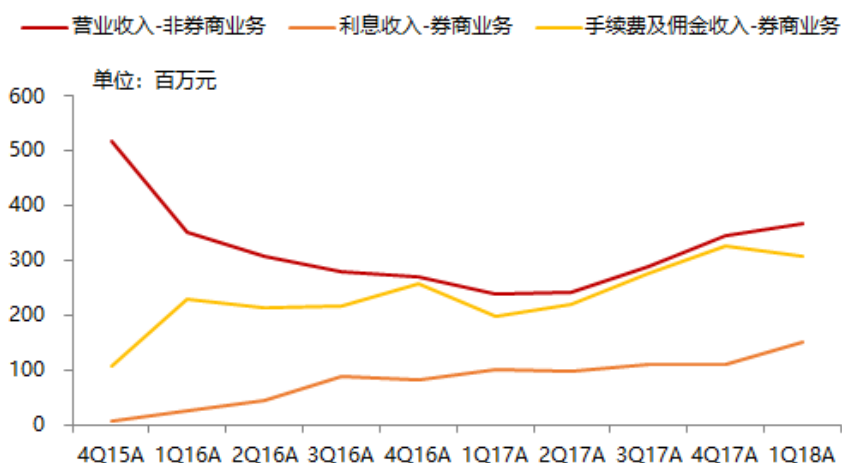
图 2：东方财富单季度归母净利润及同比增速（1Q16A-1Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

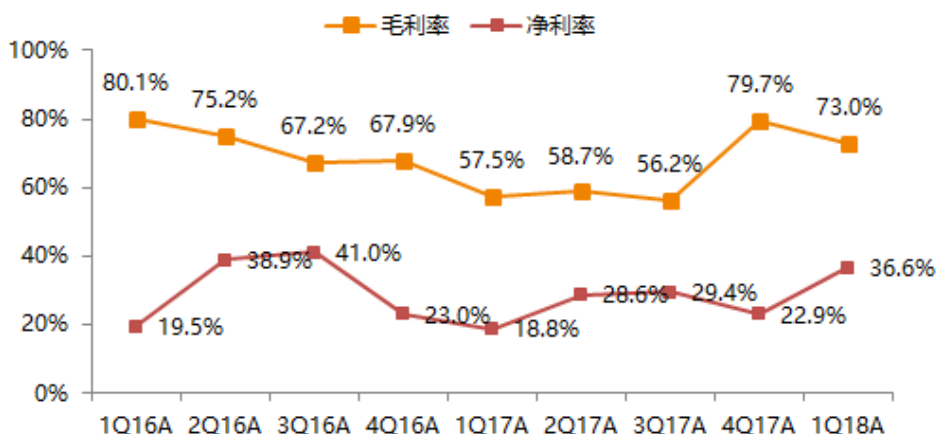
分业务看，18Q1 证券业务手续费及佣金净收入为 3.05 亿元，同比增长 54.5%；利息净收入为 1.50 亿元，同比增长 50.4%；以基金代销业务为主的其他营业收入为 3.67 亿元，同比增长 54.1%。业绩增长主要受益于证券业务（主要是证券经纪业务，融资融券、买入返售业务）和金融电子商务服务业务收入大幅增长。

图 3：东方财富单季度分业务营收（4Q15A-1Q18A）



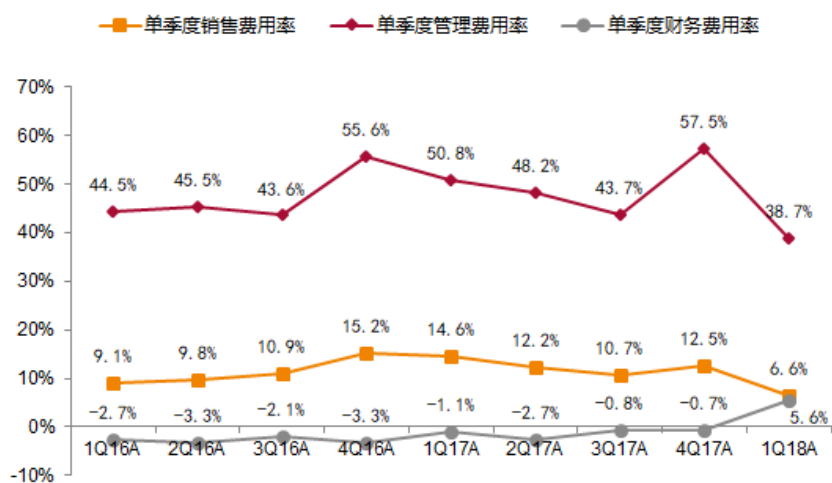
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 4：东方财富单季度毛利率与净利率（1Q16A-1Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 5：东方财富单季度三项费用率（1Q16A-1Q18A）

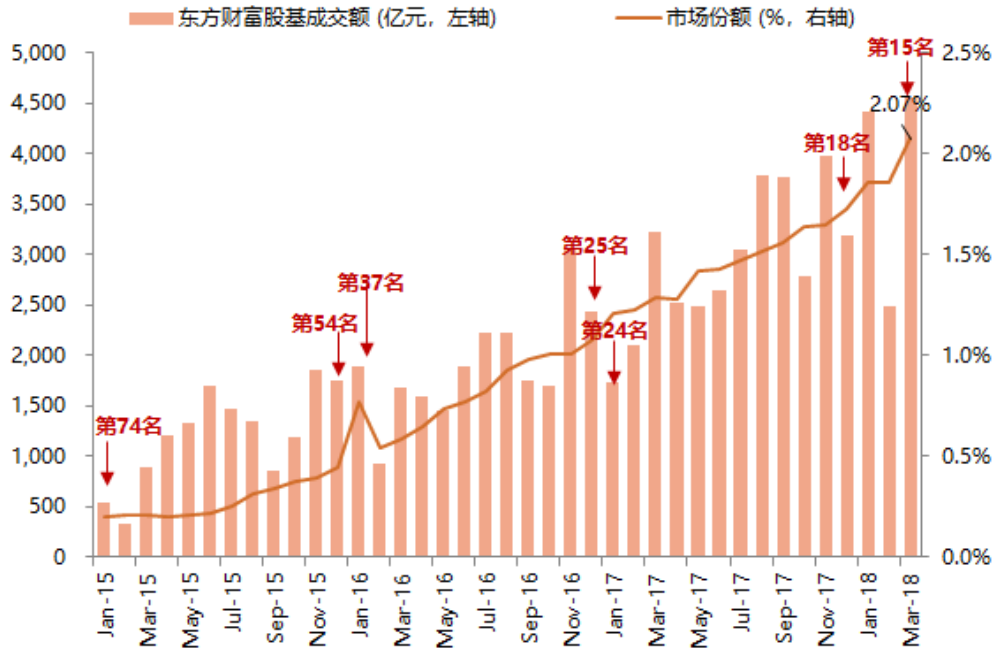


资料来源：公司公告、天风证券研究所

## 2. 业务分析

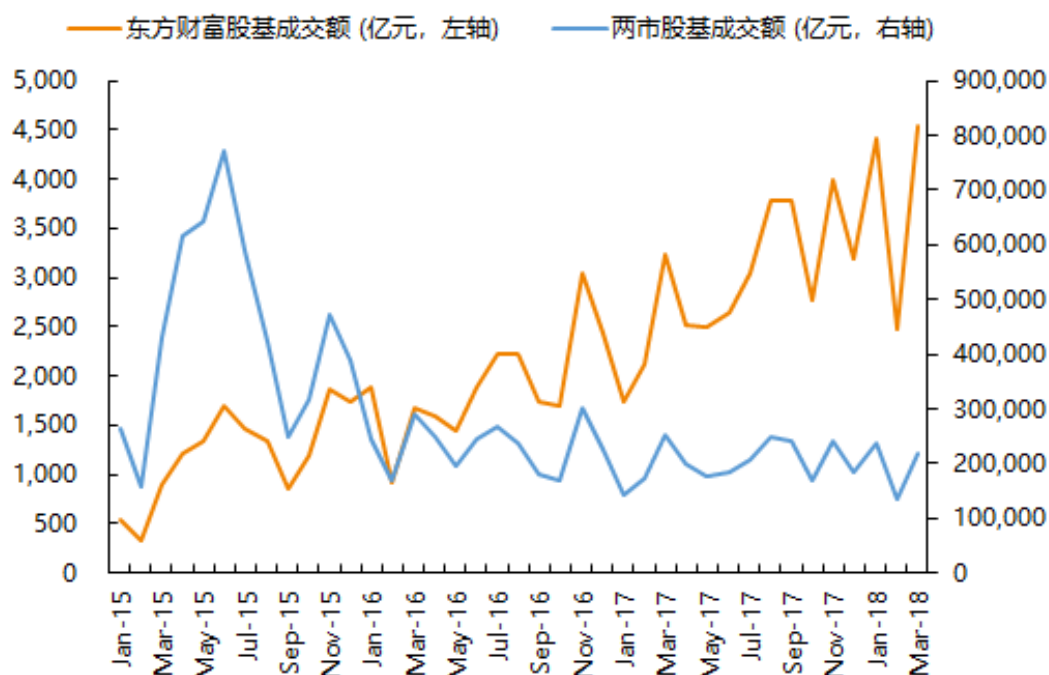
证券经纪业务市场份额提升超预期，两融业务市占率稳步提升。东方财富证券经纪业务市场份额快速攀升，2018年3月股基成交额市场份额为2.07%，环比提升0.22个百分点(2017年12月市场份额相较1月提升0.52个百分点)，加速抢夺份额，其中股票成交额市场份额为2.20%，公司在所有证券公司中均排名第15名，排名环比均提升1个名次。

图 6：东方财富证券股基成交额及市场份额（2015年1月-2018年3月）



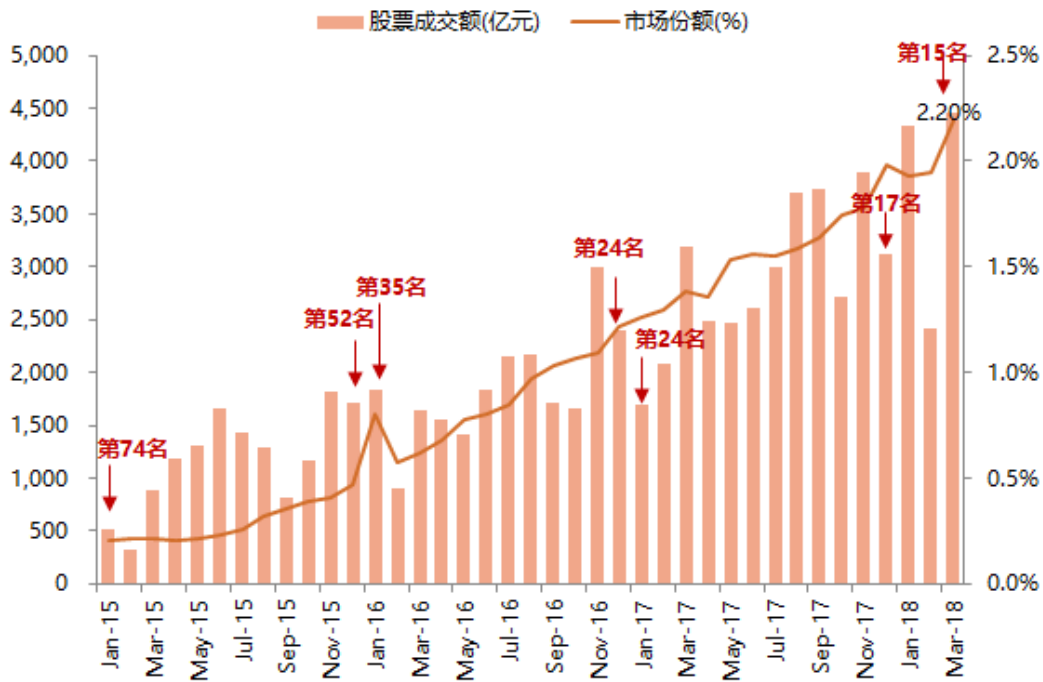
资料来源：Wind、天风证券研究所

图 7：东方财富证券股基成交额与两市股基成交额对比（2015年1月-2018年3月）



资料来源：Wind、天风证券研究所

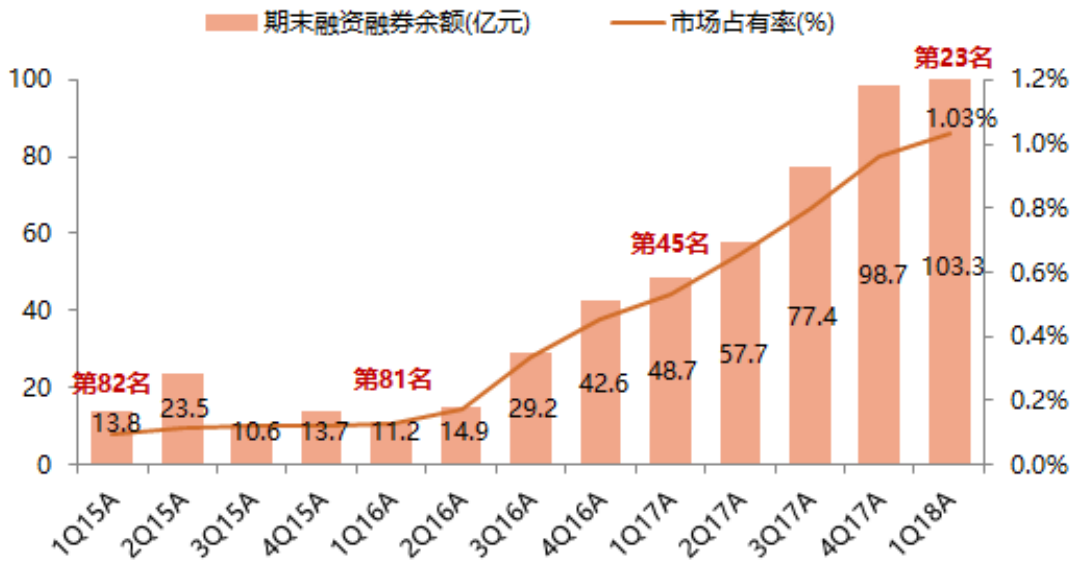
图 8：东方财富证券股票成交额及市场份额（2015 年 1 月-2018 年 3 月）



资料来源：Wind、天风证券研究所

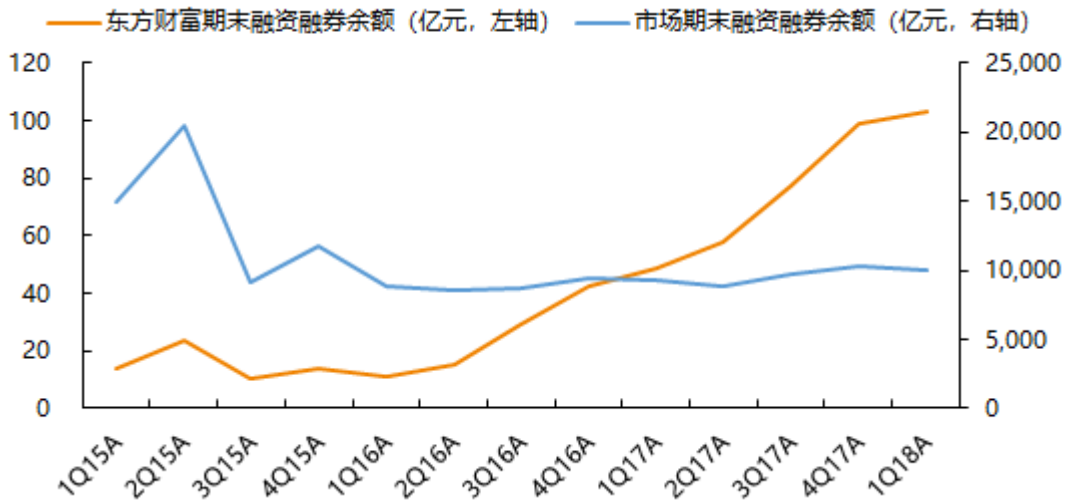
同时，公司 17 年以 12 亿次级债、46.5 亿元可转债补充资本金后，融资融券业务市占率稳步提升。截至 2018 年 3 月底，公司融资融券期末余额市场占有率达 1.03%，同比提高 0.5 个百分点，行业排名迅速提升 22 位至第 23 名。

图 9：东方财富证券期末融资融券余额及市场占有率（1Q15A-1Q18A）



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 10：东方财富证券期末融资融券余额与市场期末融资融券余额对比（1Q15A-1Q18A）

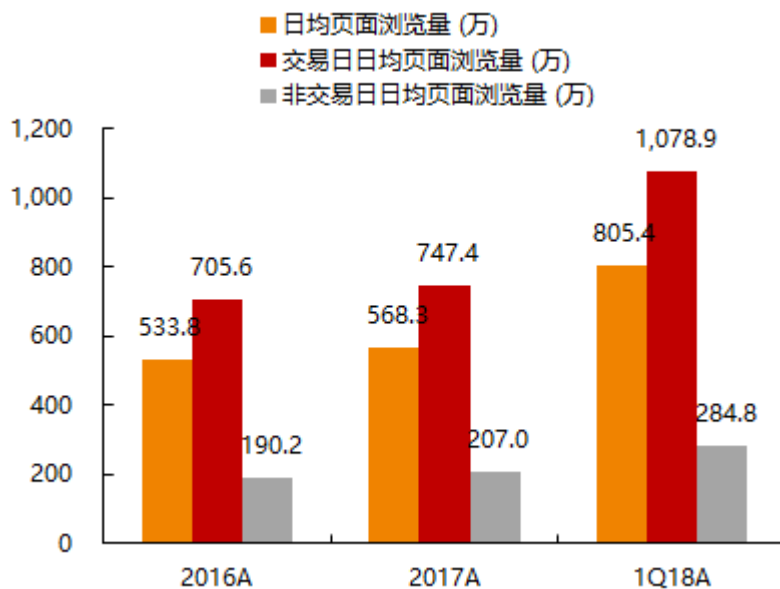


资料来源：Wind、天风证券研究所

**基金代销业务触底反弹,交易活跃度提升驱动业绩释放。**公司持续丰富平台产品,截至 2018 年 3 月 31 日,互联网金融电子商务服务平台共上线 123 家公募基金管理人 5,609 只基金产品。从 17 年下半年起,基金代销业务迎来触底反弹,流量和变现压力大幅缓解。

从流量来看,2018 年 Q1 天天基金网日均页面浏览量为 805.40 万,相比 17 年全年平均 568.3 万增长 42%;天天基金服务平台日均活跃访问用户数为 172.15 万人,相比 17 年全年均值增长 159%。

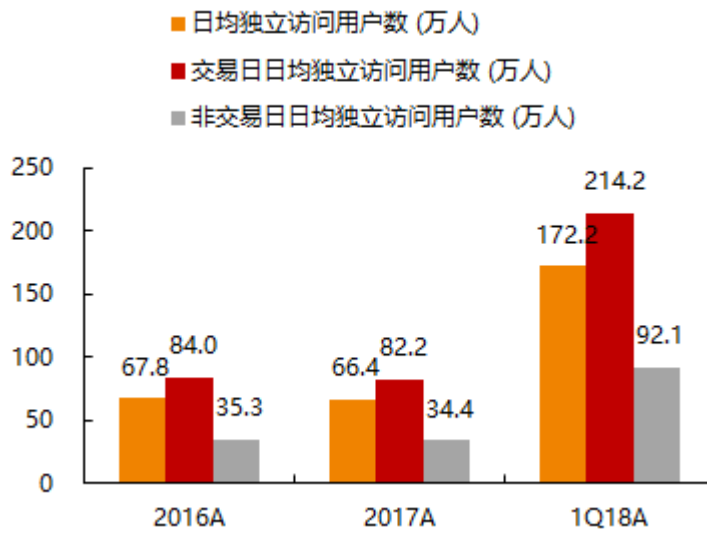
图 11：天天基金网日均页面浏览量（2016A-2017A，1Q18A）



资料来源：公司公告、天风证券研究所



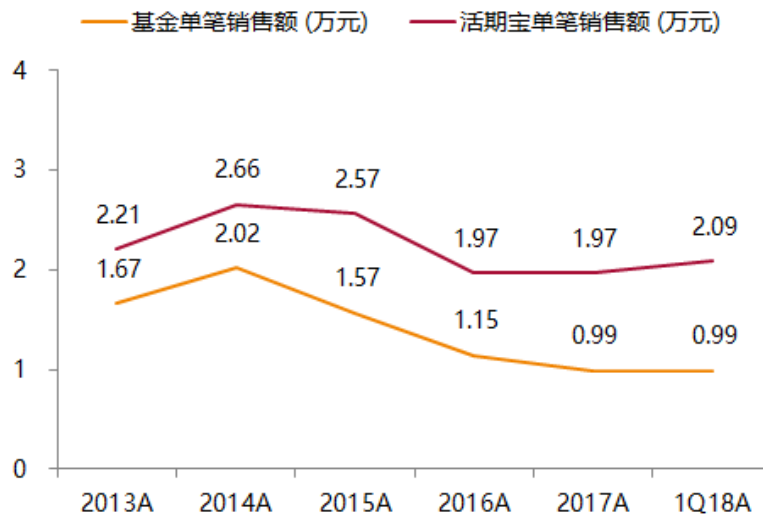
图 12: 天天基金网日均独立访问用户数 (2016A-2017A, 1Q18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

随着交易活跃度明显提升, 单笔交易的基金销售额也有所增长。2018 年 Q1 公司互联网金融电子商务平台共实现基金认购及定期定额申购交易 1,648.28 万笔, 基金销售额为 1,637.64 亿元, 同比增长 116.46%, 平均单笔交易销售额接近 1 万元, 基本与上年持平; 其中, “活期宝” 共计实现申购交易 483.74 万笔, 销售额为 1,012.44 亿元, 平均单笔交易销售额为 2.1 万元, 相比 17 年的 1.97 万元明显提高。

图 13: 东方财富平均单笔基金销售额 (2013A-2017A, 1Q18A)



资料来源: 公司公告、天风证券研究所



### 3. 投资建议

我们认为公司未来三年的业绩增长核心来自权益市场慢牛、券商经纪业务及相关衍生业务如两融的市占率持续提升、以及金融产品多元化，长期围绕高价值垂直用户深度挖掘，获取资产管理收益，对标嘉信理财超过 700 亿美金市值。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 13.20 亿元/19.68 亿元/28.77 亿元，对应 PE 分别为 52.3x/35.1x/24.0x。

考虑公司是 A 股稀缺的互联网金融平台型公司，拥有丰富的金融牌照储备，未来三年复合增速超过 65%，公司已建立多维度数据仓库体系，长期来看有望利用金融数据沉淀衍生出“AI+金融”的互联网金融独角兽，维持买入评级。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)      | 2016             | 2017             | 2018E            | 2019E            | 2020E            |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金            | 9,694.13         | 12,080.28        | 15,823.10        | 12,338.61        | 15,117.12        |
| 应收账款            | 1,956.02         | 2,624.75         | 3,317.43         | 5,467.12         | 5,822.46         |
| 预付账款            | 67.47            | 56.67            | 55.02            | 85.42            | 68.64            |
| 存货              | 134.92           | 142.25           | 130.86           | 73.40            | 115.41           |
| 其他              | 9,793.82         | 21,436.11        | 13,027.85        | 15,251.37        | 16,571.78        |
| <b>流动资产合计</b>   | <b>21,646.36</b> | <b>36,340.06</b> | <b>32,354.27</b> | <b>33,215.92</b> | <b>37,695.41</b> |
| 长期股权投资          | 305.77           | 410.44           | 410.44           | 410.44           | 410.44           |
| 固定资产            | 1,780.67         | 1,761.27         | 1,584.27         | 1,407.26         | 1,230.26         |
| 在建工程            | 29.26            | 43.83            | 43.83            | 43.83            | 43.83            |
| 无形资产            | 68.27            | 69.20            | 45.04            | 20.87            | 0.00             |
| 其他              | 3,155.54         | 3,217.06         | 3,164.81         | 3,154.42         | 3,135.73         |
| <b>非流动资产合计</b>  | <b>5,339.51</b>  | <b>5,501.81</b>  | <b>5,248.39</b>  | <b>5,036.83</b>  | <b>4,820.26</b>  |
| <b>资产总计</b>     | <b>26,985.87</b> | <b>41,844.76</b> | <b>37,605.54</b> | <b>38,255.64</b> | <b>42,518.55</b> |
| 短期借款            | 73.58            | 297.99           | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付账款            | 893.08           | 969.22           | 533.19           | 1,433.83         | 745.34           |
| 其他              | 12,871.93        | 20,477.09        | 17,638.16        | 17,116.27        | 18,633.07        |
| <b>流动负债合计</b>   | <b>13,838.59</b> | <b>21,744.30</b> | <b>18,171.35</b> | <b>18,550.10</b> | <b>19,378.41</b> |
| 长期借款            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 应付债券            | 300.00           | 5,407.61         | 4,907.61         | 3,538.40         | 4,617.87         |
| 其他              | 16.10            | 12.40            | 16.89            | 15.13            | 14.81            |
| <b>非流动负债合计</b>  | <b>316.10</b>    | <b>5,420.01</b>  | <b>4,924.50</b>  | <b>3,553.54</b>  | <b>4,632.68</b>  |
| <b>负债合计</b>     | <b>14,154.69</b> | <b>27,164.31</b> | <b>23,095.85</b> | <b>22,103.63</b> | <b>24,011.09</b> |
| 少数股东权益          | 6.15             | 2.58             | 0.32             | (4.15)           | (11.07)          |
| 股本              | 3,558.32         | 4,288.78         | 4,288.78         | 4,288.78         | 4,288.78         |
| 资本公积            | 6,827.16         | 6,244.20         | 6,254.20         | 6,254.20         | 6,254.20         |
| 留存收益            | 9,267.03         | 9,178.63         | 10,220.59        | 11,867.38        | 14,229.75        |
| 其他              | (6,827.47)       | (5,033.75)       | (6,254.20)       | (6,254.20)       | (6,254.20)       |
| <b>股东权益合计</b>   | <b>12,831.18</b> | <b>14,680.45</b> | <b>14,509.69</b> | <b>16,152.01</b> | <b>18,507.46</b> |
| <b>负债和股东权益总</b> | <b>26,985.87</b> | <b>41,844.76</b> | <b>37,605.54</b> | <b>38,255.64</b> | <b>42,518.55</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2016              | 2017              | 2018E             | 2019E             | 2020E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|
| 净利润            | 712.43            | 634.84            | 1,319.77          | 1,967.75          | 2,876.80        |
| 折旧摊销           | 139.95            | 216.08            | 201.17            | 201.17            | 197.88          |
| 财务费用           | 39.58             | 202.00            | 79.07             | 116.59            | 74.45           |
| 投资损失           | (41.56)           | (85.76)           | (94.92)           | (113.59)          | (136.38)        |
| 营运资金变动         | (11,802.40)       | (12,336.60)       | 4,710.39          | (3,246.50)        | (1,395.81)      |
| 其它             | 6,724.06          | 5,209.51          | (2.26)            | (4.47)            | (6.92)          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>(4,227.94)</b> | <b>(6,159.93)</b> | <b>6,213.22</b>   | <b>(1,079.05)</b> | <b>1,610.03</b> |
| 资本支出           | 1,446.03          | 304.52            | (4.50)            | 1.76              | 0.32            |
| 长期投资           | 39.52             | 104.66            | 0.00              | 0.00              | 0.00            |
| 其他             | (3,303.16)        | (478.82)          | 99.42             | 111.83            | 136.05          |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,817.61)</b> | <b>(69.64)</b>    | <b>94.92</b>      | <b>113.59</b>     | <b>136.38</b>   |
| 债权融资           | 373.58            | 5,705.59          | 4,907.61          | 3,538.40          | 4,617.87        |
| 股权融资           | 4,193.90          | 1,390.57          | (1,279.53)        | (116.59)          | (74.45)         |
| 其他             | (463.04)          | 1,798.13          | (6,193.40)        | (5,940.84)        | (3,511.32)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>4,104.43</b>   | <b>8,894.29</b>   | <b>(2,565.32)</b> | <b>(2,519.02)</b> | <b>1,032.10</b> |
| 汇率变动影响         | 0.54              | (0.58)            | 0.02              | 0.01              | 0.18            |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(1,940.59)</b> | <b>2,664.14</b>   | <b>3,742.84</b>   | <b>(3,484.47)</b> | <b>2,778.69</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2016            | 2017            | 2018E           | 2019E           | 2020E           |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>2,351.82</b> | <b>2,546.79</b> | <b>3,906.63</b> | <b>5,369.30</b> | <b>6,834.20</b> |
| 营业成本             | 323.05          | 397.00          | 351.83          | 411.87          | 475.90          |
| 营业税金及附加          | 51.83           | 26.89           | 47.11           | 62.74           | 73.36           |
| 营业费用             | 266.04          | 315.82          | 398.92          | 497.10          | 521.00          |
| 管理费用             | 1,113.68        | 1,283.31        | 1,760.90        | 2,341.34        | 2,812.73        |
| 财务费用             | (66.54)         | (32.30)         | 79.07           | 116.59          | 74.45           |
| 资产减值损失           | 17.17           | 81.45           | 18.95           | 19.19           | 17.86           |
| 公允价值变动收益         | (24.99)         | (21.79)         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资净收益            | 45.78           | 200.03          | 94.95           | 113.60          | 136.56          |
| 其他               | (41.56)         | (379.99)        | (189.89)        | (227.20)        | (273.12)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>667.36</b>   | <b>676.38</b>   | <b>1,344.79</b> | <b>2,034.08</b> | <b>2,995.45</b> |
| 营业外收入            | 140.49          | 6.18            | 69.85           | 72.17           | 79.40           |
| 营业外支出            | 9.67            | 3.48            | 5.32            | 6.16            | 4.99            |
| <b>利润总额</b>      | <b>798.18</b>   | <b>679.08</b>   | <b>1,409.32</b> | <b>2,100.09</b> | <b>3,069.87</b> |
| 所得税              | 85.74           | 44.24           | 91.81           | 136.81          | 199.99          |
| <b>净利润</b>       | <b>712.43</b>   | <b>634.84</b>   | <b>1,317.51</b> | <b>1,963.28</b> | <b>2,869.88</b> |
| 少数股东损益           | (1.33)          | (2.06)          | (2.26)          | (4.47)          | (6.92)          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>713.77</b>   | <b>636.90</b>   | <b>1,319.77</b> | <b>1,967.75</b> | <b>2,876.80</b> |
| 每股收益(元)          | 0.17            | 0.15            | 0.31            | 0.46            | 0.67            |

| 主要财务比率         | 2016    | 2017    | 2018E   | 2019E  | 2020E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 营业收入           | -19.62% | 8.29%   | 53.39%  | 37.44% | 27.28% |
| 营业利润           | -68.38% | 1.35%   | 98.82%  | 51.26% | 47.26% |
| 归属于母公司净利润      | -61.39% | -10.77% | 107.22% | 49.10% | 46.20% |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 毛利率            | 86.26%  | 84.41%  | 90.99%  | 92.33% | 93.04% |
| 净利率            | 30.35%  | 25.01%  | 33.78%  | 36.65% | 42.09% |
| ROE            | 5.57%   | 4.34%   | 9.10%   | 12.18% | 15.53% |
| ROIC           | -9.70%  | 22.18%  | 15.69%  | 55.44% | 42.95% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 52.45%  | 64.92%  | 61.42%  | 57.78% | 56.47% |
| 净负债率           | 20.33%  | 23.75%  | 43.02%  | -3.54% | 21.62% |
| 流动比率           | 1.56    | 1.67    | 1.78    | 1.79   | 1.95   |
| 速动比率           | 1.55    | 1.66    | 1.77    | 1.79   | 1.94   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 1.26    | 1.11    | 1.31    | 1.22   | 1.21   |
| 存货周转率          | 34.86   | 18.38   | 28.61   | 52.57  | 72.39  |
| 总资产周转率         | 0.09    | 0.07    | 0.10    | 0.14   | 0.17   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |        |        |
| 每股收益           | 0.17    | 0.15    | 0.31    | 0.46   | 0.67   |
| 每股经营现金流        | -0.99   | -1.44   | 1.45    | -0.25  | 0.38   |
| 每股净资产          | 2.99    | 3.42    | 3.38    | 3.77   | 4.32   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |        |
| 市盈率            | 96.68   | 108.35  | 52.29   | 35.07  | 23.99  |
| 市净率            | 5.38    | 4.70    | 4.76    | 4.27   | 3.73   |
| EV/EBITDA      | 68.37   | 56.31   | 33.96   | 24.37  | 17.02  |
| EV/EBIT        | 82.44   | 74.47   | 38.76   | 26.65  | 18.12  |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                   | 武汉                            | 上海                             | 深圳                          |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号      | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100031            | 邮编：430071                     | 邮编：201204                      | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(8627)-87618889            | 电话：(8621)-68815388             | 电话：(86755)-23915663         |
|                      | 传真：(8627)-87618863            | 传真：(8621)-68812910             | 传真：(86755)-82571995         |
|                      | 邮箱：research@tfzq.com          | 邮箱：research@tfzq.com           | 邮箱：research@tfzq.com        |