



2020-08-19

公司深度报告

买入/维持

东方财富(300059)

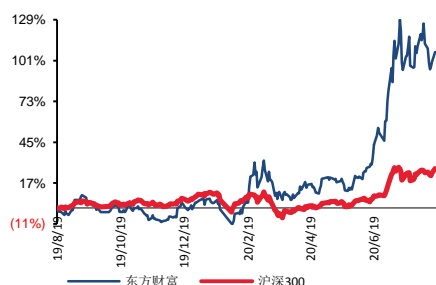
目标价: 32.4

昨收盘: 26.19

金融 多元金融

## 再论牛市的最大受益者——东方财富

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	8,059/6,545
总市值/流通(百万元)	211,058/171,416
12 个月最高/最低(元)	28.99/13.55

## 相关研究报告:

东方财富(300059)《东方财富: 受益于牛市, 公司营收利润高增长》  
—2020/08/12

东方财富(300059)《东方财富: 基金销售大放异彩, 规模效应十分显著》  
—2020/07/28

东方财富(300059)《东方财富: 业绩预告超预期, 成长依旧》  
—2020/04/09

## 证券分析师: 刘涛

电话: 010-88695234

E-MAIL: liutaosh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517090001

## 报告摘要

公司以财经资讯起家, 创设了国内最大的股票投资论坛, 借此积累了大量高质量的股票投资者用户, 这是公司最为核心的竞争优势。在发展过程中, 公司抓住了政策窗口, 获得了基金销售以及券商等金融牌照, 凭借着核心流量优势, 公司金融业务均获得较好的发展, 且目前仍处于快速发展阶段。公司未来成长点在于流量的持续转化以及新业务的拓展。

## 核心逻辑:

**公司核心优势在于大量高质量的股票投资用户** 公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台已成为我国股票投资者访问量最大、用户黏性最高的互联网服务平台之一。据 Questmobile 统计, 截至 2020 年 6 月, 公司旗下东方财富及天天基金两款 APP 的 MAU 分别为 1143 万, 1093 万。

**基金代销以及券商业务发展顺利** 公司精准的抓住了政策窗口获得了基金代销以及券商牌照, 目前公司是国内唯一一家拥有内地券商牌照的互联网公司。借助流量优势, 公司基金代销以及券商业务都获得较好的发展。目前天天基金同蚂蚁金服同位于第三方基金代销第一梯队, 东财证券是 2015 年以来成长性最好的券商。

**内生外延均有较大空间** 公司致力于打造一站式互联网金融平台, 通过不断延伸和完善服务链条, 提升用户价值。基金代销与券商业务仍有较大的成长空间。除基金代销以及券商牌照之外, 公司还布局了公募基金、保险经纪、期货、海外证券以及小额贷款等业务。从商业逻辑来看, 一方面, 通过全方面布局, 首先能够满足客户多元化的需求, 从而扩大用户规模以及增加用户粘性; 另一方面, 多元化的布局, 有助于提供更多元化的流量变现渠道, 从而提升用户价值。

**盈利预测:** 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 79.90 亿元、95.57 亿元、113.57 亿元, 净利润分别为 43.41 亿元、53.55 亿元、65.22 亿元, 对应每股 EPS0.54 元、0.66 元、0.81 元。给予公司 2020 年 60x 估值, 对应目标价 32.4 元/股, 对应买入评级。

**风险提示:** 证券市场不景气, 公司业务进展不及预期

## ■ 盈利预测和财务指标:

	2019	2020E	2021E	2022E
--	------	-------	-------	-------

营业收入(百万元)	4,232	7,990	9,557	11,357
(+/-%)	35.5%	85.2%	19.6%	18.8%
净利润(百万元)	1831	4341	5355	6522
(+/-%)	91.0%	132.4%	23.4%	21.8%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.54	0.66	0.81
市盈率(PE)	96.0	48.6	39.4	32.4

资料来源: Wind, 太平洋证券

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

图表目录 .....	4
前言 5	
一、公司核心优势在于大量高质量的股票投资用户 .....	5
二、基金销售、券商业务发展顺利，受益于交投活跃 .....	7
2.1 基金销售处于行业第一梯队 .....	7
2.2 东财证券是国内最纯正的互联网券商 .....	8
三、股票资产配置吸引力加大 .....	11
四、公司内生外延有较大空间 .....	13
五、盈利预测与投资建议 .....	16

## 图表目录

图 1 股票交易类 APPMAU (万) 对比图, 东财显示出更优的用户成长性 .....	6
图 2 基金销售平台 APPMAU (万) 对比图 .....	6
图 3 基金销售平台 APPMAU (万) 对比图 .....	7
图 4 天天基金与蚂蚁基金收入对比 (亿元), 蚂蚁基金目前仍处于业务渗透阶段 .....	8
图 5 公司经纪业务净收入以及市占率变化 .....	9
图 6 公司两融余额以及市占率变化 .....	9
图 7 公司代理买卖股票市占率变化 (%) .....	10
图 8 东财证券净利润以及行业净利润趋势 (亿元) .....	10
图 9 东财证券营业收入以及行业营收趋势 (亿元) .....	11
图 10 部分资管规模变化 (万亿) .....	12
图 11 余额宝 7 日年化收益率 (%) .....	12
图 12 上交所自然人持仓以及开户情况 (万户) .....	13
图 13 公募基金发行情况 .....	14
图 14 开放式非货币基金规模 (万亿元) .....	15
图 15 贝莱德资管规模变化及其收购事件 .....	15
图 16 嘉信理财 .....	16
图 17 东方财富 2020-2022 年盈利预测 .....	17

## 前言

从历史业绩来看，东方财富兼顾成长性与周期性。2010-2019年，公司收入从1.85亿元增至42.33亿元，复合增速36.75%；归母净利润从0.67亿元增至18.31亿元，复合增速39.32%。但从增速来看，公司的收入与利润增速较为不稳定，增长期较为集中，2010-2019年，10年中仅3个会计年度收入增速高于复合增速；10年中，5年归母净利润增速为正，5年增速为负。

公司增速较为不稳定，导致公司股价整体波动性偏大。公司2010年3月19日上市，上市以来股价11个年度中有5个年度是下跌的，与归母净利润增速保持一致。

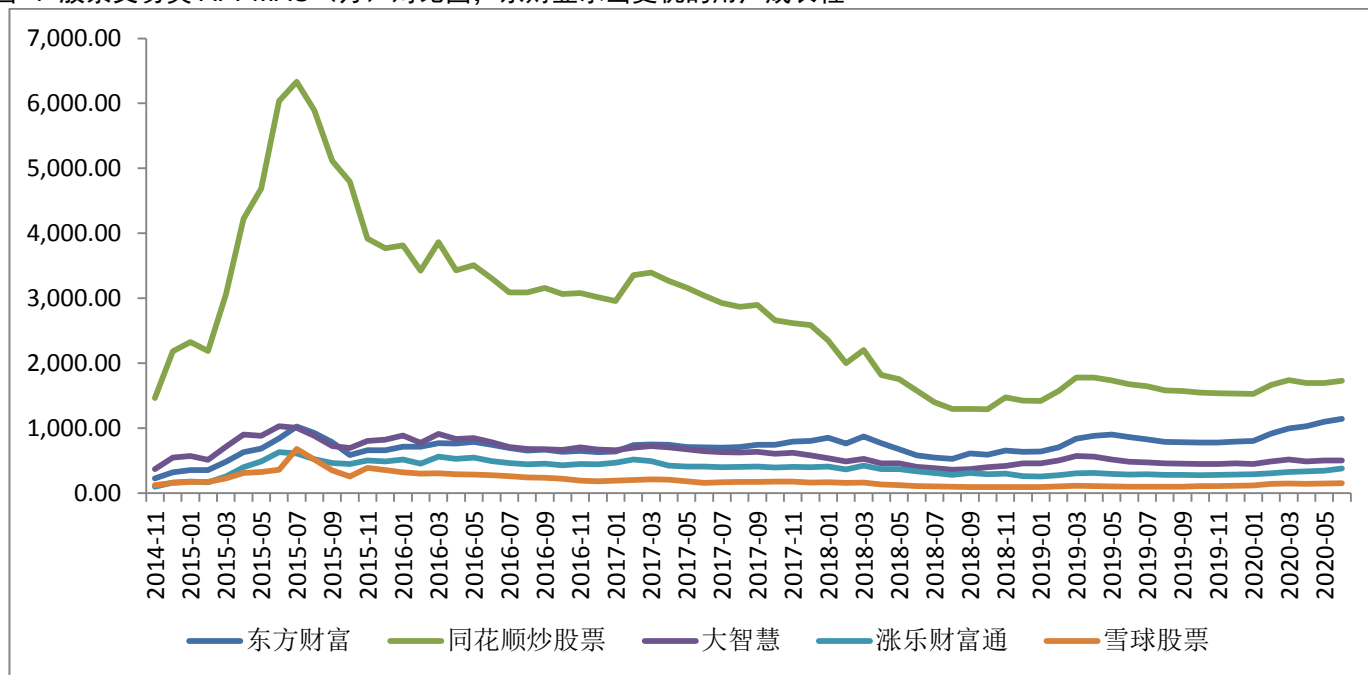
公司周期性短期难以解除，长期有望通过业务多元化进行熨平。公司当前业务以基金代销以及券商业务为主，二者贡献公司收入96%。这两项业务与市场景气度均息息相关，交易活跃度直接影响公司业绩。这一周期性由公司业务属性所致，难以消除，且难以预测。公司长期有望凭借流量优势进行进一步的业务链条延伸从而熨平证券市场周期的波动，我们看好公司在资管、银行、保险等领域发展的潜力。

## 一、公司核心优势在于大量高质量的股票投资用户

公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网服务大平台已成为我国股票投资者访问量最大、用户黏性最高的互联网服务平台之一。同时数据显示，公司当前的用户吸引力要优于竞争对手。

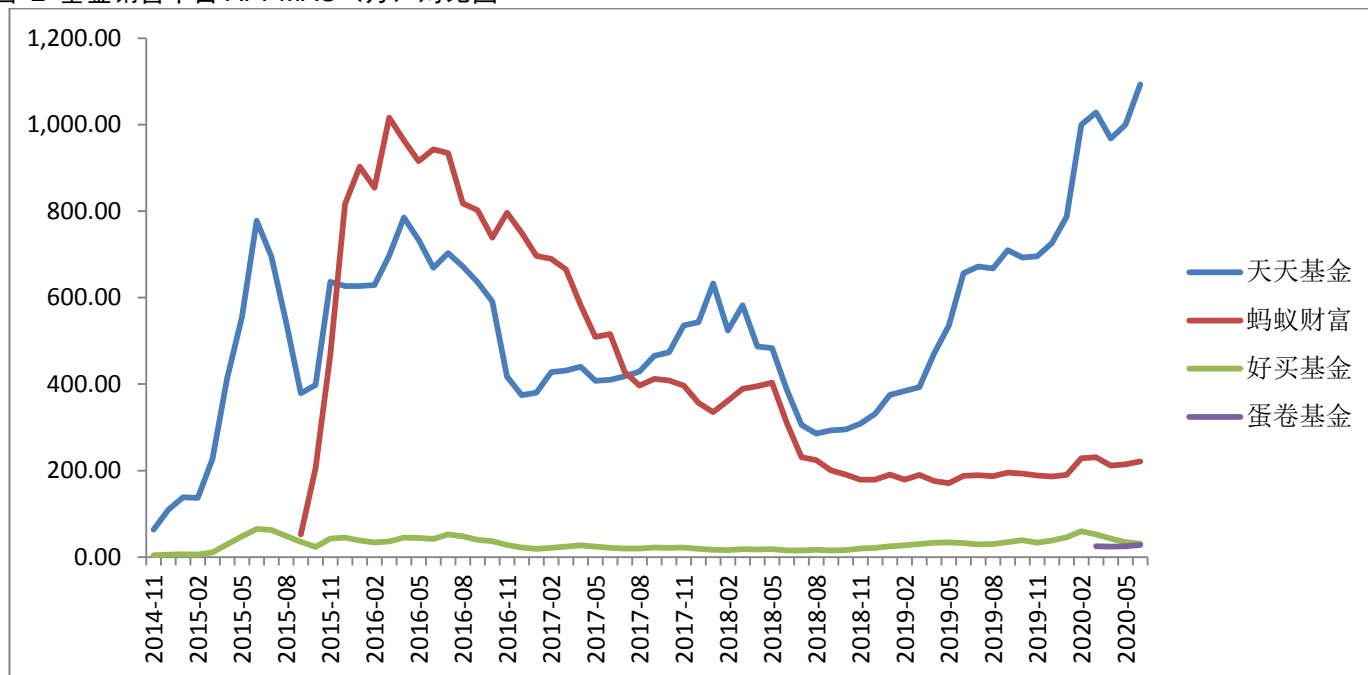
- 据Questmobile统计，截至2020年6月，公司旗下东方财富MAU为1143万；远高于传统券商MAU，传统券商中华泰的涨乐财富通MAU仅为381万；东方财富用户成长性最好，6月MAU已经超过2015年高点，相对而言，同花顺、大智慧、涨乐财富通、雪球四家6月MAU仅为2015年高点的27%、50%、62%、22%。
- 据Questmobile统计，截至2020年6月，公司旗下天天基金MAU为1093万；远高于同期成立的好买财富（31万）；同样拥有较好的用户成长性，MAU已经超过2015年高点。且与蚂蚁财富MAU对比，公司MAU绝对数与成长性均更优。
- 据Questmobile统计，东方财富6月人均使用时长为242分钟，尽管要低于同花顺、雪球，但较传统券商仍有较大的优势。

图 1 股票交易类 APPMAU（万）对比图，东财显示出更优的用户成长性



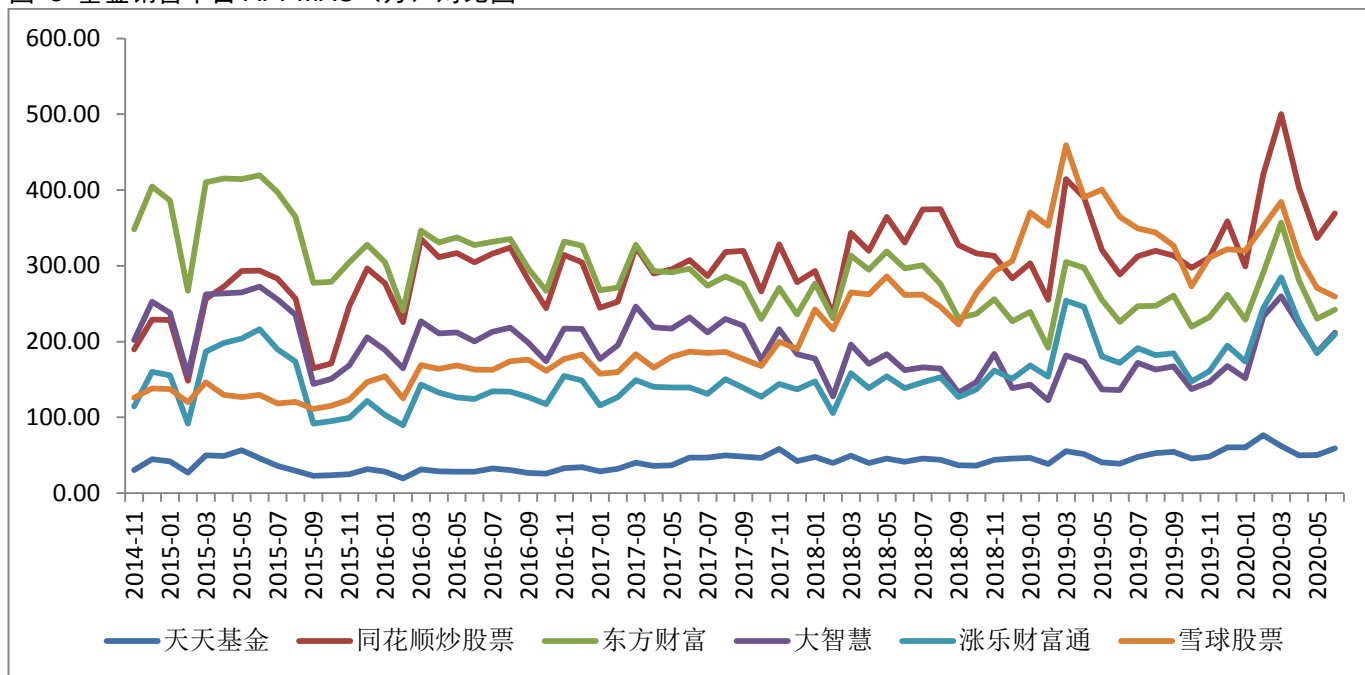
资料来源: Questmobile, 太平洋证券整理

图 2 基金销售平台 APPMAU（万）对比图



资料来源: Questmobile, 太平洋证券整理

图 3 基金销售平台 APPMAU（万）对比图



资料来源：Questmobile，太平洋证券整理

## 二、基金销售、券商业务发展顺利，受益于交投活跃

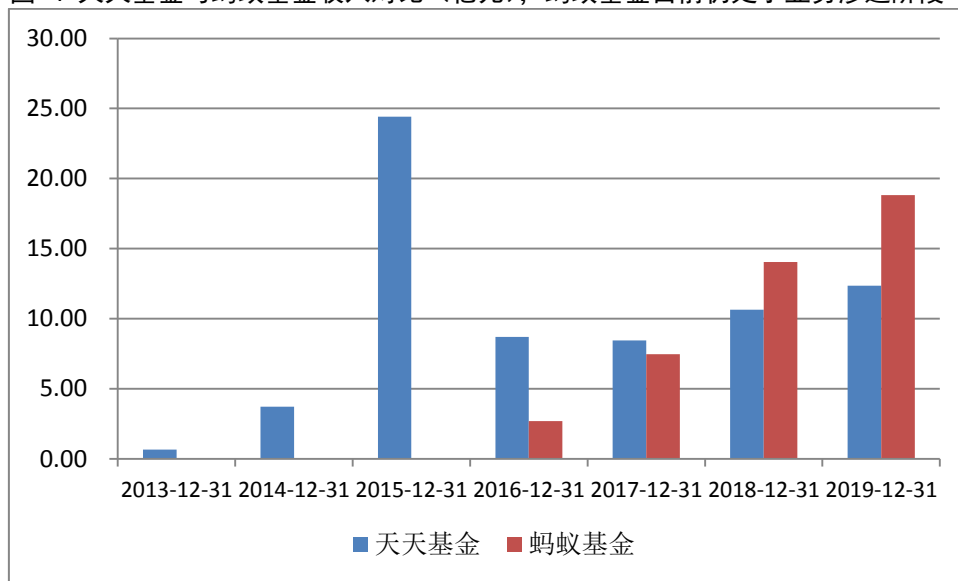
2020年上半年公司证券服务与基金代销业务分别实现营收20.7亿元、11.43亿元，占总收入62%、34%，合计占比96%。

### 2.1 基金销售处于行业第一梯队

2012年2月，天天基金获得基金销售业务牌照，成为首批获得基金代销牌照的垂直财经网站。2015年，国内股票市场迎来牛市行情，股票、基金成交额持续创下新高，东方财富迎来金融电子商务业务的大爆发，收入同比增长556%，达到24.42亿元。在此之后各互联网平台公司纷纷上线基金销售业务，包括BATJ等互联网巨头，基金代销很快陷入了激烈的价格战中。申购费率由之前4折降至目前的1折。

从表面数据来看，蚂蚁基金是公司最大的竞争对手。2019年同花顺基金实现营收2.35亿元，蚂蚁基金实现营收18.81亿元，公司基金实现营收12.36亿元。尽管同花顺同样拥有较大的流量优势，但目前基金销售规模与公司差距仍然较大。蚂蚁基金借助支付宝强大的流量优势，成长十分迅速，是公司最大的竞争对手。

图 4 天天基金与蚂蚁基金收入对比（亿元），蚂蚁基金目前仍处于业务渗透阶段



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2.2 东财证券是国内最纯正的互联网券商

2013年政策放开非现场开户，“互联网+证券”成为行业风口，传统券商纷纷启动网上开户业务，并与互联网公司合作；也有部分互联网公司开始谋求券商牌照，例如东方财富、大智慧和同花顺等，然而最终只有东方财富获得了券商牌照，成为了最纯正的互联网券商。

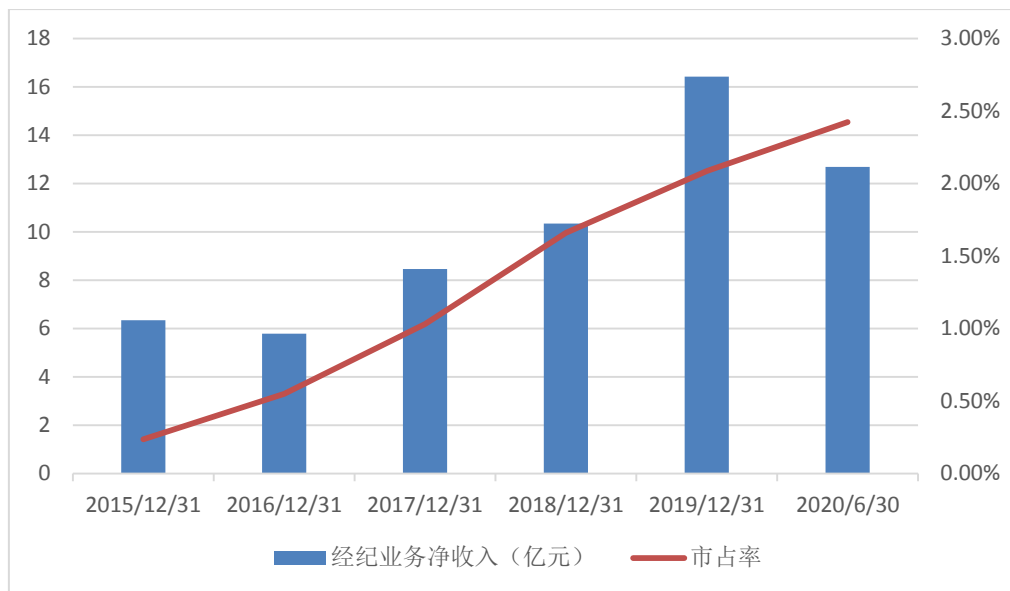
公司于2015年12月正式完成对西藏同信证券的收购及合并报表，并更名为“东方财富证券”。2016年以来通过持续导流，东财证券市占率不断提升，成为这一阶段成长性最好的券商。

- 2015-2020年，东财证券经纪业务净收入全行业占比由0.24%上升至2.42%；
- 2015-2020年，东财证券两融余额市占率由0.17%上升至1.66%；
- 2015-2020年，东财证券代理买卖股票规模市占率由0.28%上升至3.22%；
- 2015-2019年，东财证券净利润增长293%，同期行业营收下滑了50%；
- 2015-2019年，东财证券营业收入增长99%，同期行业营收下滑了37%；

系列数据充分证明了公司相对于传统券商具备相当的竞争优势。而且从系列数据来看，公司的核心业务市占率仍呈现上升趋势。

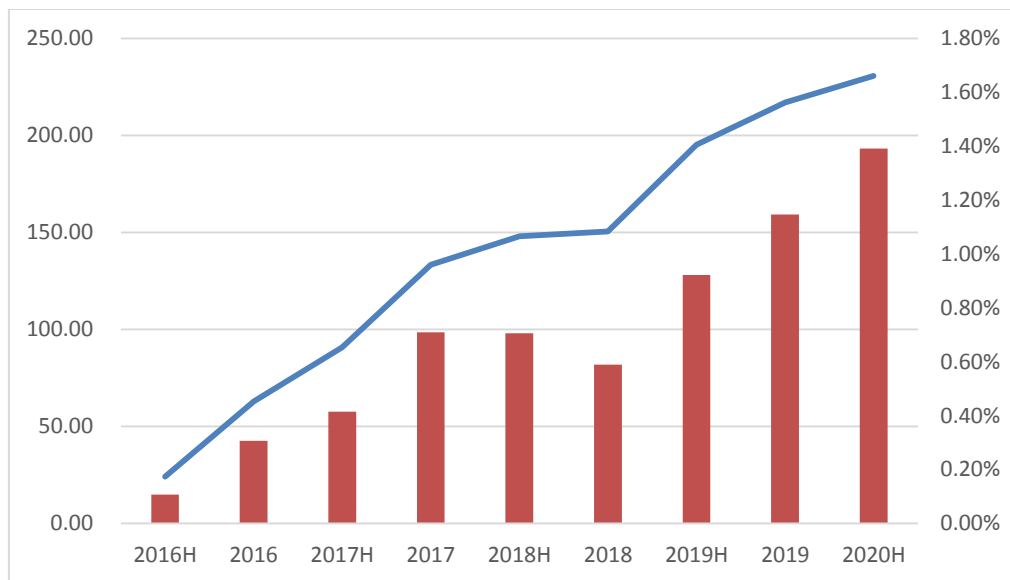


图 5 公司经纪业务净收入以及市占率变化



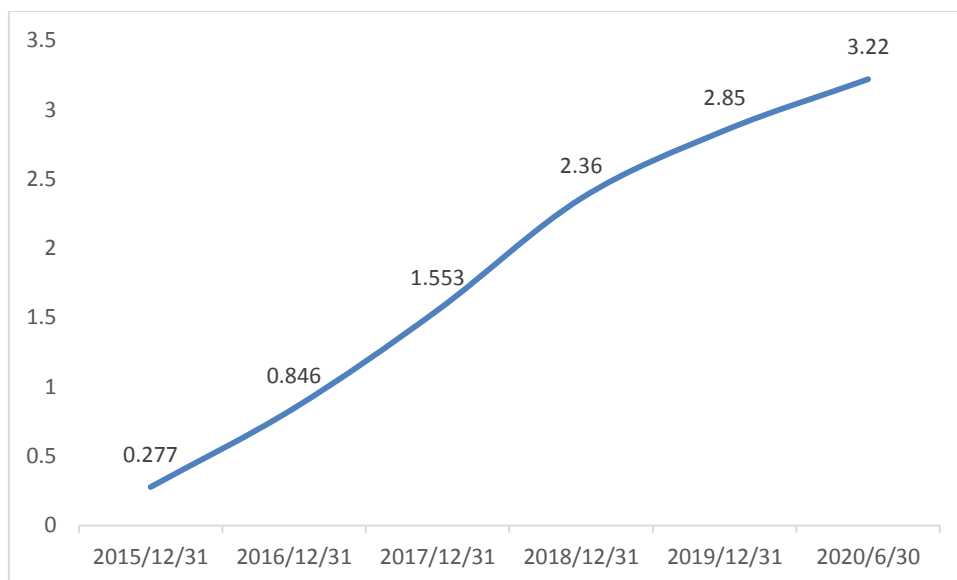
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 6 公司两融余额以及市占率变化



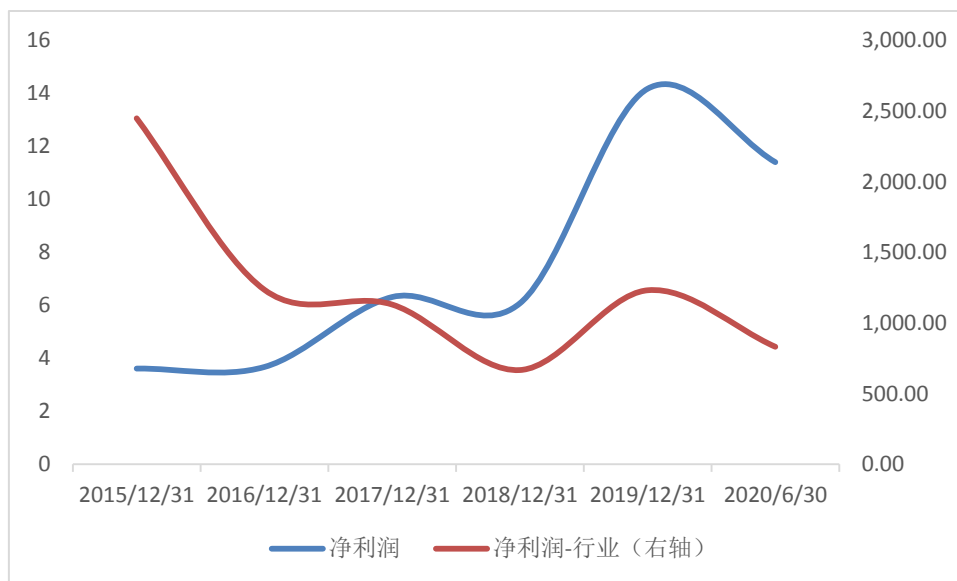
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 7 公司代理买卖股票市占率变化（%）



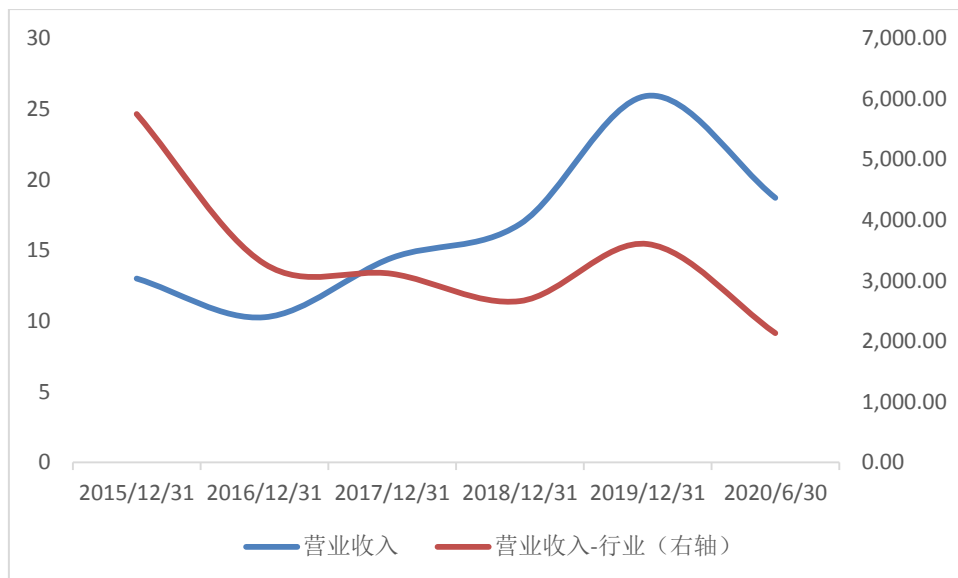
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 8 东财证券净利润以及行业净利润趋势（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图 9 东财证券营业收入以及行业营收趋势（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三、股票资产配置吸引力加大

公司以财经资讯起家，后续开发了股吧这一国内最为活跃的股票交流论坛，因此公司用户身上最大的标签就是股票投资者。因此公司发展与股票市场的发展息息相关。

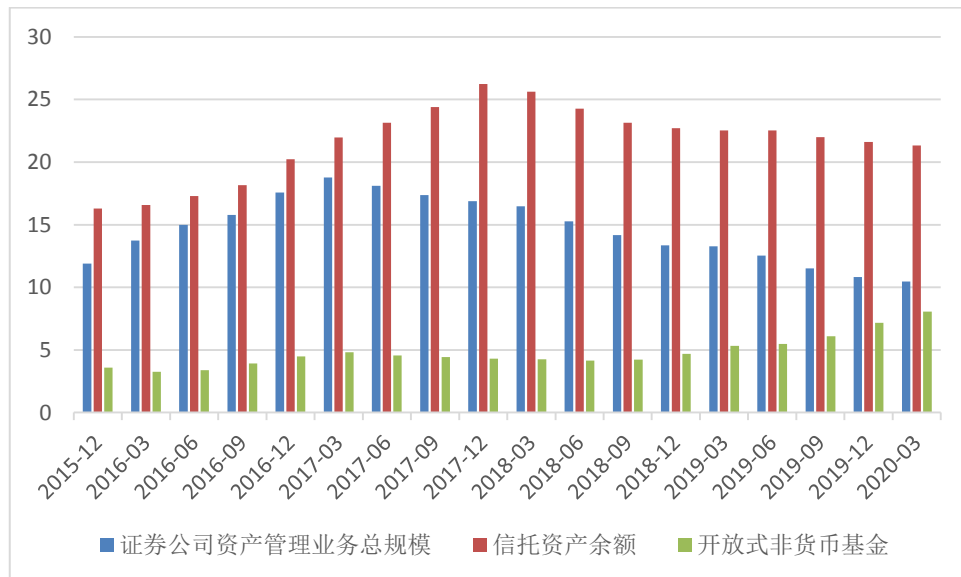
我们认为当前股票资产配置吸引力在加大，基于以下几个因素：

#### 1、资管新规

2018年的4月，资管新规的正式稿出台。资管新规核心内容包括打破刚兑、禁止期限错配、规范资金池业务等，因此包括银行、信托、券商资管等大部分产品都面临转型问题。由于对资金池业务的限制，以及要求净值化管理，因此以往以非标资产为主，预期收益型产品将逐步退出历史舞台。相对而言，包括股票在内的标准化资产吸引力将提升。

从数据来看，截至2020年1季度末，证券公司资管规模、信托资产余额、开放式基金（扣除货基）规模分别为10.47万亿、21.33万亿以及8.06万亿，较17年底分别增长-38%，-19%，+87%。

图 10 部分资管规模变化（万亿）

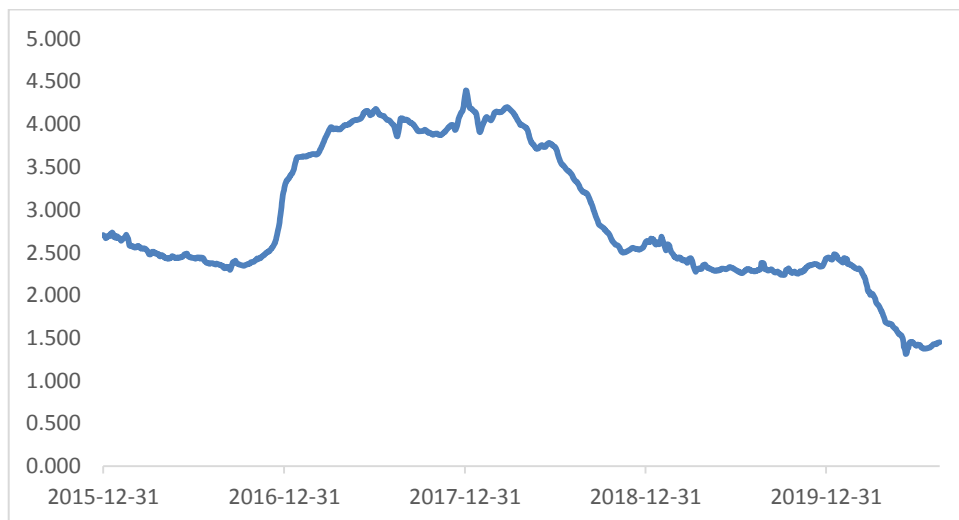


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、货基收益率下降

截至2020年一季度末，货基余额为8.45万亿，占据开放式基金一半的份额。从2018年以来，货基的收益率呈现下降趋势。余额宝最新（2020年8月16日）7日年化收益率为1.45%。事实上，不仅是货基收益率，银行理财产品的收益率、年金险收益率均呈下降趋势。我们认为随着固定收益类产品的收益率下行，权益资产的吸引力将相对上升。

图 11 余额宝7日年化收益率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 3、资本市场的快速发展

为了发展直接融资体系，当前政府对资本市场改革的重视或前所未有的。2018年以来，中国资本市场深化改革由顶层设计，自上而下推动，其中包括基础性制度改革，例如注册制，同时也包括具体业务条线的放松例如再融资业务、融资融券业务等。

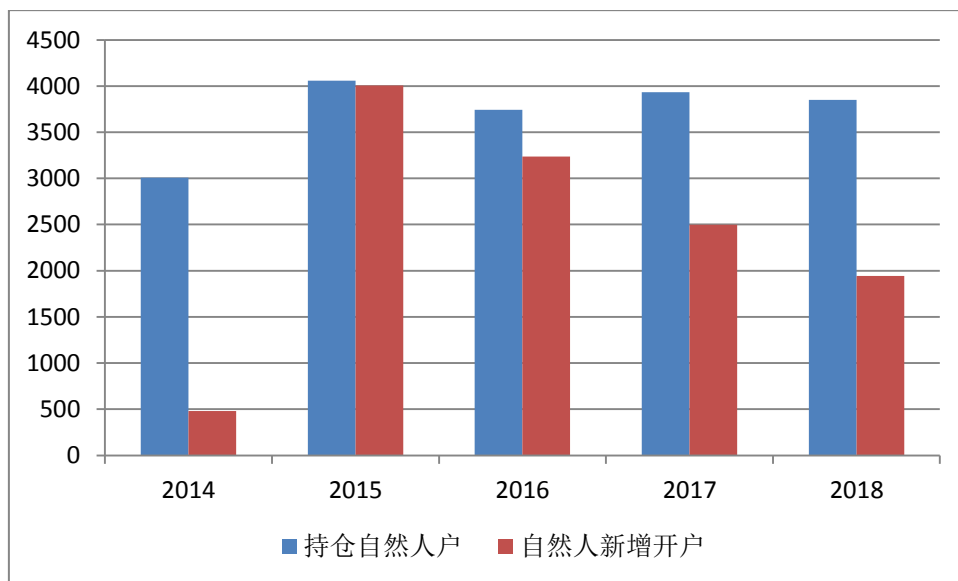
我们认为居民资产配置结构与一国的社会融资结构有明显的关系。直接融资体系发达的国家，相应的居民资产配置结构中，股票资产占比越高。因此，当前正值我国大力发展直接融资渠道，居民的股票资产占比也会相应提高。

## 四、公司内生外延有较大空间

### 4.1 东财证券市占率有望达到 10%

根据上交所统计年鉴，2015-2018年上交所自然人持股账户数由4059万将至3851万，但2015-2018年上交所自然人新增开户数分别为4007万、3238万、2499万以及1943万。持股账户数不变，但新开账户数却一直高企，表明行业内部还是存在较大规模的客户迁徙。公司在产品性能以及价格两个维度，都有明显的比较优势。因此公司市占率仍有较大的发展空间。公司当前月活规模1100万左右，若按照华泰证券790万MAU，7.6%市占率进行测算，公司潜在的市占率有望超过10%。

图 12 上交所自然人持仓以及开户情况（万户）



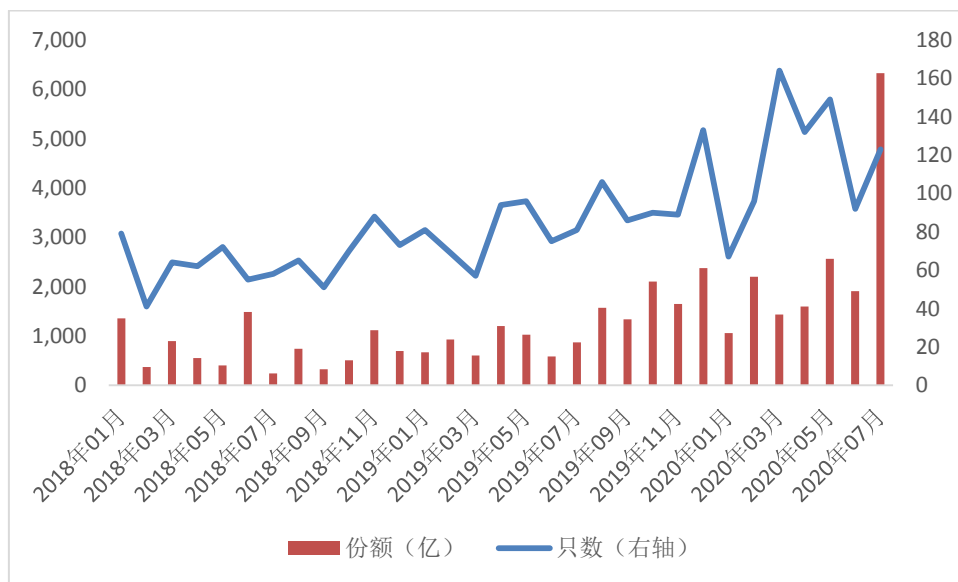
资料来源：上交所，太平洋证券整理

## 4.2 基金代销以及基金业务——基金赚钱效应凸显，公募基金发展进入良性循环

我国公募基金（扣除货基）规模仍然偏小。截止2019年年底，开放式公募基金净资产总额为55万亿美元，扣除掉货基后，总额为48万亿美元。而截至2019年，我国的非货基公募基金规模为1.02万亿美元（按照1:7的汇率），占比仅2.13%，与我国当前GDP在全球中体量相差甚远（16.59%）。因此，仍有较大的发展空间。

基金发行受益于结构性牛市，基金赚钱效应凸显。2020年上半年，主动股票型基金平均业绩为23.5%，偏股混合型基金平均业绩为21.98%，均大幅跑赢上证综指。在这背景下，基金发行市场十分火热。2020年上半年新发基金共1.08万亿份，较去年同期增长了一倍。我们认为随着资本市场新一轮扩容，以及各种金融衍生品的出台，未来机构投资者的优势会越发凸显，因此我们认为基金赚钱效应有望持续，公募基金发展进入良性循环。

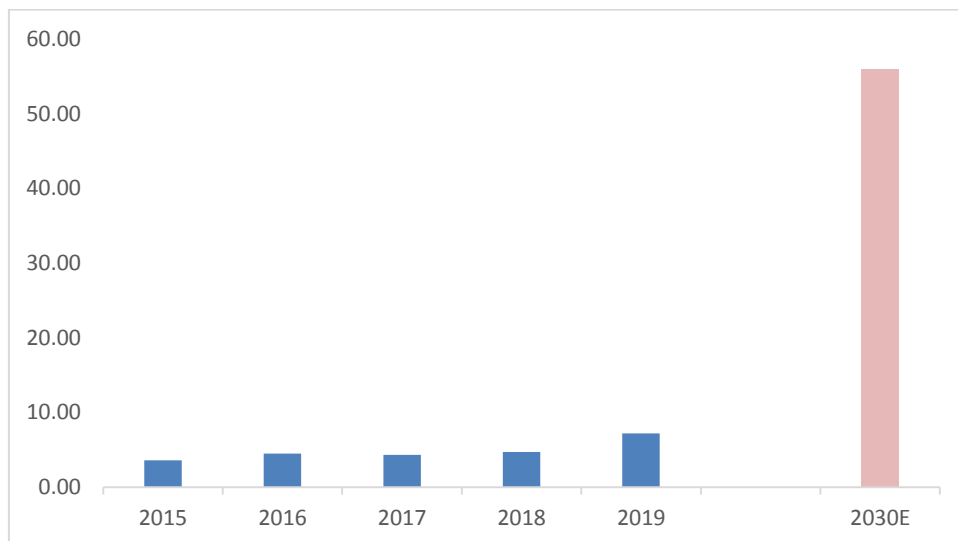
图 13 公募基金发行情况



资料来源: wind, 太平洋证券整理

若我国公募基金规模(扣除货基,下同)在全球公募基金总规模中的占比达到16%,按照50万亿美元的总规模测算,我国公募基金规模还有8倍空间(对应8万亿美元),假设2030年实现,复合增速为23%。我们认为公司基金代销以及公募基金业务至少可以实现这一增速。

图 14 开放式非货币基金规模（万亿元）



资料来源：wind，太平洋证券整理

#### 4.3 不能忽视的外延发展——从海外金融企业发展所思

兼并收购是海外金融巨头发展的重要手段。横向扩充产品线，纵向扩大规模。而横向扩张的基础在于本身拥有一定的用户规模；纵向扩张则需要本身具有较强的经营能力，具备创造规模效应的能力。而东财具备这两方面的条件，一方面，东财月活拥有较为庞大的基础用户；另一方面，公司目前已经充分体现了优异的成本管控能力，管理费用增速一直远低于收入利润增速，2020上半年公司管理费用6.4亿元，同比增长仅9.87%。

案例一：贝莱德从2005年4530亿美元管理规模增长至7.43万亿美元

图 15 贝莱德资管规模变化及其收购事件

年份	资管规模（亿美元）	备注
2005	453	收购道富投资研究与管理公司
2006	1125	合并美林旗下的买方资管部门
2007	1357	收购 Quellos 旗下 FOF 业务
2008	1307	
2009	3346	收购 R3 Capital Management
		收购巴克莱资管部门 BGI，获得旗下全球最大的 ETF 交易平台 iShares
2010	3561	收购 Helix，完善另类产品线
2011	3513	

2012	3792	先后收购瑞士再保险旗下私募基金及加拿大 Claymore Investment
2013	4324	收购瑞士信贷 ETF 业务
2014	4652	
2015	4645	收购智能投顾服务商 Future Advisor
2016	5148	
2017	6288	
2018	5976	
2019	7430	收购另类投资软件及服务商 eFront

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

案例二：嘉信理财外延并购实现一站式理财平台

图 16 嘉信理财

年份	公司外延发展
1995	收购英国折扣经纪商 ShareLink，收购美国最大的 401(k) 计划服务商 Hampton Company
2000	收购美国信托公司
2003	成立嘉信银行
2007	完成对养老金计划提供商 The 401(k) Company
2010	收购 Windward 公司资产，补强 ETF 业务
2012	收购资产管理公司 Thomas Partners
2019	收购亚美利交易
2020	收购 USAA 投资管理公司

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

假设条件如下：

- 1) 2020-2022年，日均股基成交额分别为8500亿，8500亿，8500亿元；
- 2) 2020-2022年，两融余额分别为1.6万亿，1.76万亿，1.93万亿，对应增速分别为60%，10%，10%
- 3) 2020-2022年，公司经纪业务市占率分别为3.2%、3.8%、4.4%；
- 4) 2020-2022年，公司两融余额市占率分别为1.6%、1.9%、2.2%；
- 5) 2020-2022年，公司电子商务营收增速分别为100%，25%，25%。
- 6) 2020-2022年，公司营业成本增速为55%、15%、15%；
- 7) 2020-2022年，公司管理费用增速为10%、10%、10%；
- 8) 2020-2022年，公司研发费用增速为15%、15%、15%；
- 9) 2020-2022年，公司销售费用增速为35%、20%、20%；
- 10) 所得税率15%。



基于以上假设条件，我们预测公司2020-2022年营业收入分别为79.90亿元、95.57亿元、113.57亿元，净利润分别为43.41亿元、53.55亿元、65.22亿元，对应每股EPS0.54元、0.66元、0.81元。

图 17 东方财富 2020-2022 年盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	4315	7990	9557	11357
yoy		85%	20%	19%
手续费及佣金收入	1849	3619	4210	4776
yoy		96%	16%	13%
电子商务业务	1225	2450	3062	3827
yoy		100%	25%	25%
利息收入	991	1672	2035	2504
yoy		69%	22%	23%
其他	250	250	250	250
营业总成本	2424	3222	3628	4094
yoy		33%	13%	13%
营业成本	408	633	728	837
yoy		55%	15%	15%
销售费用	364	491	589	707
yoy		35%	20%	20%
管理费用	1200	1320	1452	1597
yoy		10%	10%	10%
财务费用	47	270	270	270
yoy		472%	0%	0%
研发费用	345	397	457	525
yoy		15%	15%	15%
其他	60	111	132	157
其他经营收入	308	338	372	409
yoy		10%	10%	10%
营业利润	2198	5107	6300	7672
yoy		132%	23%	22%
净利润	1868	4341	5355	6522
yoy		132%	23%	22%

资料来源：太平洋证券整理

## 5.2 投资建议

公司依托东方财富平台，积累的大量优质的股票投资用户。在此基础上，公司顺利推出基金代销与券商业务。

1) 券商与基金代销业务受益于资本市场发展；另一方面，由于竞争优势凸显，公司这两块业务均存在较大的发展空间；

2) 基于公司优质用户规模以及稀缺的金融牌照。公司未来存在外延发展潜力。

我们给予公司2020年60x估值，对应目标价32.4元/股，对应买入评级。

**风险提示：**证券市场不景气，公司业务进展不及预期

财务报表预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4232	7990	9557	11357	现金及现金等价物	25011	48112	53797	59482
手续费及佣金收入	1196	3619	4210	4776	其他流动资产	16989	(4065)	(768)	(13646)
电子商务	1065	2450	3062	3827	流动资产合计	56159	76705	94132	96756
利息收入	618	1672	2035	2504	无形资产及其他	2954	2954	2954	2954
其他	245	250	250	250	长期股权投资	466	466	466	466
营业成本	2272	3222	3628	4094	资产总计	61831	82315	99671	102229
税前利润	2128	5107	6300	7672	其他流动负债	4956	5325	5538	5772
所得税	296	766	945	1151	流动负债合计	39377	43715	57452	55631
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款及应付债券	1223	7092	7092	7092
归母净利润	1831	4341	5355	6522	其他长期负债	19	12	12	12
					长期负债合计	1242	7104	7104	7104
					负债合计	40619	50819	64556	62735
					股东权益	21212	31496	35115	39495
					负债和股东权益总计	61831	82315	99671	102229

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.27	0.54	0.66	0.81
每股红利	0.05	0.22	0.27	0.32
每股净资产	3.16	3.91	4.36	4.90
ROE	9%	14%	15%	17%
毛利率	46%	60%	62%	64%
收入增长	35%	85%	20%	19%
净利润增长率	91%	132%	23%	22%
资产负债率	66%	62%	65%	61%
股息率	0.2%	0.8%	1.0%	1.2%
P/E	96.0	48.6	39.4	32.4
P/B	8.3	6.7	6.0	5.3

资料来源：公司资料、太平洋证券研究院

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafll@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。