

# 高举两大基金王牌，驾乘大公募时代东风

——广发证券动态跟踪



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (上调)

股价(2021年08月20日)	19.83元
目标价格	26.06元
52周最高价/最低价	21.83/13.99元
总股本/流通A股(万股)	762,109/762,109
A股市值(百万元)	151,126
国家/地区	中国
行业	非银行金融
报告发布日期	2021年08月23日

	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.9	28.52	36.52	29.2
相对表现	12.99	37.57	49.2	30.25
沪深300	-5.09	-9.05	-12.68	-1.05



资料来源: WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 孙嘉庚  
021-63325888\*7041  
sunjiageng@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860520080006

**证券分析师** 唐子佩  
021-63325888\*6083  
tangzipei@orientsec.com.cn  
执业证书编号: S0860514060001

**相关报告**

基金双子星持续贡献高能量, 投行业务即将  
否极泰来: ——广发证券 2021 年一季报点  
评 2021-04-29

资管双星闪耀+投行否极泰来, ROE 行业领  
先下关注估值修复机会: ——广发证券 2020  
年年报点评 2021-03-30

业绩增幅扩大+ROE 保持前列, 投行利空将  
逐步出清: ——广发证券 2020 年三季报点  
评 2020-10-31

## 核心观点

- **坐拥两大基金王牌, 公司尽享大公募时代红利。**1) 公司历来以资管业务见长, 旗下不乏优质资管公司, 除了全资控股的广发资管以外, 公司还拥有控股子公司广发基金(当前持股比例 55%)、参股公司易方达基金(当前股比 23%)。2) 大资管业务一直是公司的中流砥柱业务, 自 16 年以来, 大资管板块净利润贡献度持续位于 20%以上, 远高于行业 5-10%的平均水平。其中, 旗下基金公司更是扮演了举足轻重的角色, 两大王牌基金公司贡献的净利润由 15 年的 7.54 亿元增至 20 年的 16.18 亿元, 利润占比由 5.71%快速提升至 16.11%。
- **A 股机构化趋势下基金管理重要性持续提升, 是公司未来最大业绩驱动因素。**近年来 A 股的机构化趋势日益明显, 这从 2020 年火爆的基金销售行情可见一斑。这一大趋势下基金管理业务的重要性快速提升, 收入贡献度也水涨船高。2019 年公募基金管理业务收入首次超越定向资管业务收入, 成为券商资管业务中最大部分。对于公司来说这一趋势更加明显, 两大基金公司净利润占大资管板块净利润比重由 16-18 年期间的 40%左右提升至 20 年的 64%。
- **两大基金公司表现出稳定的高成长性, 权益类基金产品成为金钥匙。**从 2016-2020 年, 易方达基金管理的非货币基金规模由 2407 亿元增至 7816 亿元, CAGR 达 34.24%, 龙头地位日趋巩固; 其中股票型基金规模由 331 亿元增至 1853.32 亿元, CAGR 高达 39.79%, 股票型占比由 13.8%提升至 23.7%。同一时期内, 广发基金表现出更高的成长性, 非货币基金规模由 1430 亿元增至 4902.67 亿元, CAGR 达 36.08%, 其中股票型基金规模由 102 亿元增至 1104.71 亿元, CAGR 高达 170.21%, 股票型占比由 7.1%增至 22.53%。

## 财务预测与投资建议

- 采用 SOTP 分部估值: 1) 大资管用可比公司 PE 估值, 高成长性给予 20%估值溢价对应 30xPE, 对应 932 亿元; 2) 其他分部按 1xPB 估值作为保底, 对应 1054 亿元。合并价值 1986 亿元, 目标价 26.06 元, 上调公司评级至买入。

## 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

### 公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	22,810	29,153	32,331	36,774	41,173
同比增长(%)	49%	28%	11%	14%	12%
营业利润(百万元)	10,700	13,628	15,971	18,750	21,594
同比增长(%)	77%	27%	17%	17%	15%
归属母公司净利润(百万元)	7,539	10,038	11,761	13,808	15,903
同比增长(%)	75%	33%	17%	17%	15%
每股收益(元)	0.99	1.32	1.54	1.81	2.09
总资产收益率(%)	2%	2%	2%	2%	3%
净资产收益率(%)	8%	10%	11%	12%	13%
市盈率	20.0	15.0	12.8	10.9	9.5
市净率	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
经纪业务佣金率(%)	0.0379	0.0349	0.0329	0.0319	0.0309

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。

## 估值与投资建议

考虑到公司旗下拥有行业领先的资管机构以及突出的大公募属性，为了更好地评估公司的市场价值，我们将估值方法切换至 SOTP 分部估值法：1) 对于大资管业务分部，考虑到其持续的高成长性，我们采用可比公司估值法，参考指标为市盈率 PE。由于当前 A 股暂无上市资管公司，因此我们选取美股市场上最典型的头部资管类公司，嘉信理财、黑石集团、KKR、贝莱德，四家公司平均 2021PE 为 25.0x。公司大资管分部较可比公司具备更高的成长性（22-23 年净利润复合年化增速预计为 24.95%，四家可比公司平均为 13.28%），因此我们给予 20% 的估值溢价，对应 21PE 为 30.0x。我们预计公司 21 年大资管分部净利润为 31.06 亿元，对应该分部目标价值为 931.90 亿元。2) 对于公司其他分部，我们仍然沿用 PB 估值法。公司自 2016 年以来的历史 PB 估值中枢为 1.34x，而 PB 估值上限为 1.98x，估值下限为 1.03x。我们取历史最低估值（即 1.0xPB）作为公司其他业务分部的保底估值。我们预计 2021 年公司归母净资产为 1054.36 亿元，对应其他分部价值 1054.36 亿元。3) 公司 2021 年合并目标价值为 1986.26 亿元，对应目标价为 26.06 元。由于过去对券商估值普遍采用单一的 PB 估值法，估值整体较低；而当前随着公司大资管板块的快速崛起以及市场对大公募赛道的广阔成长空间的看好，因此将公司估值方法切换至分部估值法，目标估值大幅上调，因此上调公司评级至买入。

表 1：公司 SOTP 分部估值表

指标	数据	备注说明
<b>1.大资管分部估值</b>		
大资管目标 PE	30.00	可比公司平均 21PE 为 25x，给予 20%溢价率
21 年分部净利润（亿元）	31.06	包含广发资管、广发基金、易方达基金
分部目标价值（亿元）	931.90	估值参考指标为 PE
<b>2.其他分部估值</b>		
PB 估值上限	1.98	2016 年以来广发证券历史 PB 估值上限
PB 估值下限	1.03	2016 年以来广发证券历史 PB 估值下限
估值中枢	1.34	2016 年以来广发证券历史 PB 估值中枢
分部目标 PB 估值	1.00	取历史最低估值作为其他业务分部的保底估值
21 年分部归母净资产（亿元）	1054.36	由于大资管分部为轻资产模式不占用资本，因此其他分部净资产即为公司归母净资产
其他分部目标价值（亿元）	1054.36	估值参考指标为 PB
<b>3.总目标价值</b>		
公司目标市值（亿元）	1986.26	两分部目标价值合并计算
目标价格（元/股）	26.06	

数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 2：大资管分部可比公司估值（2021 年 8 月 20 日）**

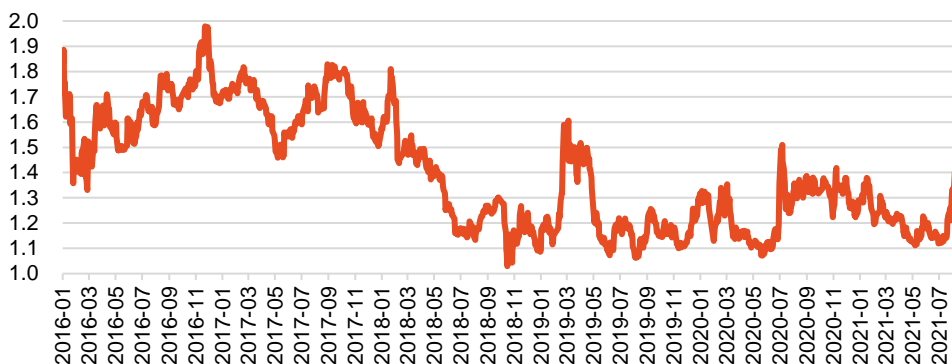
可比公司	股票代码	2020A	2021E	2022E	2023E	2022-23 年净利润增速
嘉信理财	SCHW.US	29.38	23.15	21.17	17.71	9.35%
黑石集团	BX.US	42.75	31.53	27.60	24.34	14.23%
KKR	KKR.US	35.57	19.70	17.50	15.27	12.62%
贝莱德	BLK.US	27.12	24.05	21.33	19.38	12.78%
<b>平均值</b>		<b>34.00</b>	<b>25.00</b>	<b>22.00</b>	<b>20.00</b>	<b>12.25%</b>
广发证券大资管			<b>30.00</b>			<b>23.95%</b>
<b>大资管分部目标价值（亿元）</b>			<b>931.90</b>			

数据来源：彭博、东方证券研究所

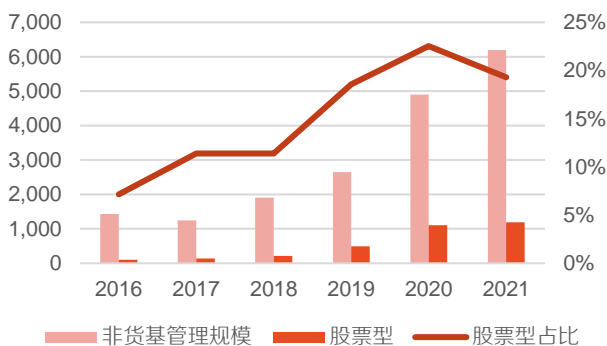
**表 3：广发证券大资管分部收入（亿元）及盈利预测**

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
并表资管收入	12.78	12.66	12.98	14.00	15.12
净利率	73.79%	72.99%	75.52%	75.52%	74.68%
<b>并表资管利润</b>	<b>9.43</b>	<b>9.24</b>	<b>9.80</b>	<b>10.57</b>	<b>11.29</b>
并表基金管理收入	26.32	53.32	70.22	86.41	106.01
净利率	45%	34%	32%	32%	33%
并表基金管理利润	11.86	18.24	22.67	27.90	34.91
股比	60.59%	54.53%	54.53%	54.53%	54.53%
<b>股比净利润</b>	<b>7.19</b>	<b>9.95</b>	<b>12.36</b>	<b>15.21</b>	<b>19.03</b>
易方达净利润	17.26	27.50	39.29	56.15	80.23
增速	26.45%	59.33%	42.89%	42.89%	42.89%
股比	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%	22.65%
<b>股比净利润</b>	<b>3.91</b>	<b>6.23</b>	<b>8.90</b>	<b>12.72</b>	<b>18.17</b>
<b>广发大资管净利润</b>	<b>20.53</b>	<b>25.42</b>	<b>31.06</b>	<b>38.50</b>	<b>48.50</b>
增速	36.71%	23.82%	22.22%	23.95%	25.96%

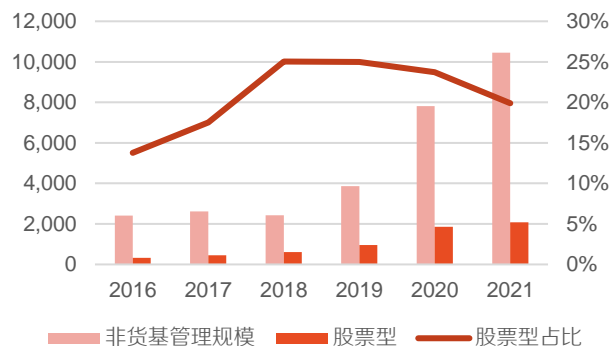
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 1：广发证券历史 PB 估值（2016 年以来）**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 2：16-21 年广发基金股票型基金 AUM（亿元）及占比**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 3：16-21 年广发基金股票型基金 AUM（亿元）及占比**


数据来源：WIND、东方证券研究所

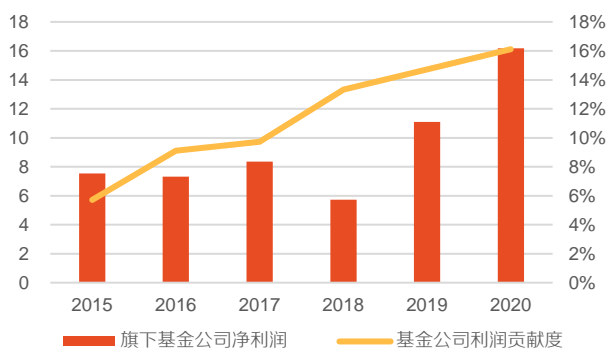
**表 4：2020 年头部券商大资管业务分部利润贡献度（单位：亿元）**

序号	券商简称	归母净利润	基金子公司或参股公司 1	净利润	持股比例	基金子公司或参股公司 2	净利润	持股比例	基金管理利润贡献	基金管理利润贡献度	券商资管净利润	大资管净利润	大资管利润贡献度
1	东方证券	27.23	汇添富	25.66	35%	长城	1.55	18%	9.36	34.38%	8.10	17.46	64.13%
2	兴业证券	40.03	兴证全球	15.97	51%	南方	14.84	16%	10.54	26.33%	0.76	11.30	28.23%
3	广发证券	100.38	广发	18.24	55%	易方达	27.50	23%	16.17	16.11%	9.24	25.41	25.32%
4	招商证券	94.92	招商	9.04	45%	博时	12.47	49%	10.18	10.72%	7.61	17.79	18.74%
5	华泰证券	108.22	华泰柏瑞	2.72	49%	南方	14.84	45%	8.01	7.40%	12.26	20.27	18.73%
6	光大证券	23.34	光大保德信	1.60	55%	大成	3.25	25%	1.69	7.24%	7.40	9.09	38.95%
7	申万宏源	77.66	申万菱信	1.04	67%	富国	16.52	28%	5.28	6.80%	N/A	N/A	N/A
8	中信证券	149.02	华夏	15.98	62%				9.94	6.67%	N/A	N/A	N/A
9	海通证券	108.75	海富通	3.78	51%	富国	16.52	28%	6.52	5.99%	7.05	13.57	12.47%

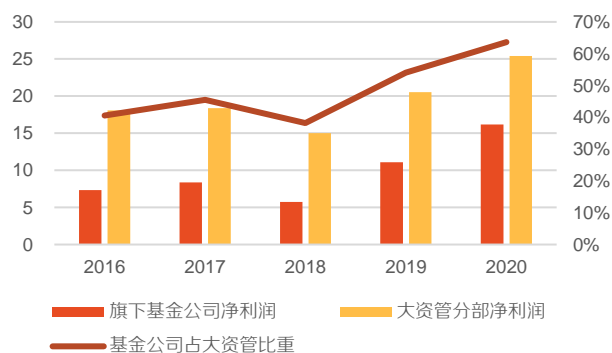
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

10	国泰君安	111.22	华安	7.11	20%				1.42	1.28%	7.18	8.60	7.73%
----	------	--------	----	------	-----	--	--	--	------	-------	------	------	-------

数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 4：15-20 年旗下基金公司净利润（亿元）及贡献度**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：16-20 年大资管分部净利润（亿元）：基金公司贡献度**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
银行存款	80,707	102,766	127,261	130,183	131,684	<b>成长能力</b>					
其中：客户存款	58,366	80,470	99,650	101,938	103,113	营业收入	49.4%	27.8%	10.9%	13.7%	12.0%
公司存款	22,342	22,296	27,611	28,245	28,571	手续费及佣金净收入	13.3%	44.6%	12.0%	15.8%	14.7%
结算备付金	19,548	20,515	25,405	25,989	26,288	其中：经纪业务	21.6%	56.6%	-5.1%	0.8%	0.9%
其中：客户备付金	17,088	16,705	20,687	21,162	21,406	投行业务	18.2%	-54.9%	45.3%	76.0%	33.0%
公司备付金	2,460	3,810	4,719	4,827	4,883	资产管理	4.5%	68.7%	26.1%	20.7%	20.6%
投资资产	191,088	199,550	232,836	262,919	286,485	净利息收入	-14.1%	34.3%	25.4%	6.3%	6.3%
其中：交易性资产	81,105	67,743	79,048	89,274	97,301	自营收入	1071.0%	1.8%	-0.1%	9.9%	2.5%
其他债权投资	98,597	120,182	141,582	160,828	175,727	营业支出	31.4%	28.2%	5.4%	10.2%	8.6%
其他权益工具投资	11,386	11,625	12,206	12,817	13,457	管理费用	23.2%	35.7%	9.1%	11.1%	9.3%
存出保证金	6,646	11,046	13,678	13,992	14,154	营业利润	76.8%	27.4%	17.2%	17.4%	15.2%
买入返售资产	20,689	16,794	20,797	21,274	21,519	归属于母公司净利润	75.3%	33.2%	17.2%	17.4%	15.2%
长期股权投资	6,727	7,197	7,700	8,237	8,813	<b>资产分布</b>					
固定资产（含在建工程）	1,931	3,046	3,199	3,359	3,526	自有存款/总资产	5.7%	4.9%	5.1%	4.8%	4.5%
<b>资产总计</b>	<b>394,391</b>	<b>457,464</b>	<b>543,634</b>	<b>590,101</b>	<b>630,432</b>	客户存款/总资产	14.8%	17.6%	18.3%	17.3%	16.4%
交易性金融负债	3,142	5,565	6,122	6,734	7,407	投资资产/总资产	48.5%	43.6%	42.8%	44.6%	45.4%
代买卖证券款	79,681	102,941	127,477	130,405	131,908	买入返售资产/总资产	5.2%	3.7%	3.8%	3.6%	3.4%
应付职工薪酬	6,096	8,130	9,036	10,039	10,973	投资资产/净资产	203.0%	195.1%	212.3%	223.4%	224.4%
<b>负债总计</b>	<b>300,254</b>	<b>355,190</b>	<b>433,963</b>	<b>472,402</b>	<b>502,748</b>	<b>收入分布</b>					
股本	7,621	7,621	7,621	7,621	7,621	手续费收入/营业收入	42.8%	48.4%	48.9%	49.8%	51.0%
资本公积	31,205	31,199	31,199	31,199	31,199	经纪业务/营业收入	18.4%	22.5%	19.3%	17.1%	15.4%
一般风险准备	29,656	33,953	36,482	39,451	42,871	投行业务/营业收入	6.3%	2.2%	2.9%	4.5%	5.4%
其他综合收益	1,543	1,106	638	98	(497)	资管业务/营业收入	17.1%	22.6%	25.7%	27.3%	29.4%
盈余公积	6,345	7,079	8,343	9,828	11,538	自营业务/营业收入	26.5%	24.5%	23.2%	23.5%	23.2%
未分配利润	14,864	17,204	21,153	25,789	31,129	净利息收入/营业收入	13.9%	14.6%	16.5%	15.4%	14.6%
少数股东权益	2,903	4,111	4,235	3,711	3,822	<b>净利润驱动指标</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>94,137</b>	<b>102,274</b>	<b>109,671</b>	<b>117,698</b>	<b>127,685</b>	公司股基交易额	11,070,000	17,336,973	18,954,357	19,697,541	20,521,349
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>394,391</b>	<b>457,464</b>	<b>543,634</b>	<b>590,101</b>	<b>630,432</b>	公司股基交易市占率	4.07%	3.93%	3.89%	3.85%	3.82%
						净佣金率(‰)	0.38	0.35	0.33	0.32	0.31
<b>利润表</b>						IPO 市占率	1.73%	0.26%	1.00%	2.00%	2.25%
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	再融资市占率	1.73%	0.26%	1.00%	2.00%	2.25%
<b>营业收入</b>	<b>22,810</b>	<b>29,153</b>	<b>32,331</b>	<b>36,774</b>	<b>41,173</b>	债券承销市占率	2.90%	0.68%	1.50%	2.00%	2.50%
手续费及佣金净收入	9,761	14,114	15,812	18,313	21,007	营业税金/营业收入	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
其中：经纪收入	4,198	6,572	6,240	6,287	6,345	成本收入比	53.1%	53.3%	50.6%	49.0%	47.6%
证券承销收入	1,438	649	943	1,659	2,207	有效税率	21.1%	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
资产管理收入	3,911	6,598	8,319	10,041	12,113	资本公积变化	201	(443)	(469)	(539)	(595)
利息净收入	3,168	4,254	5,332	5,669	6,029	<b>获利能力</b>					
投资收益	6,036	7,147	7,509	8,642	9,534	净利率	33.1%	34.4%	36.4%	37.5%	38.6%
公允价值变动	1,097	666	700	805	888	ROA	1.9%	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%
<b>营业支出</b>	<b>12,110</b>	<b>15,525</b>	<b>16,360</b>	<b>18,024</b>	<b>19,578</b>	ROE	8.2%	10.2%	11.1%	12.1%	13.0%
营业税金及附加	135	170	188	214	240	<b>每股指标（元）</b>					
业务及管理费用	9,393	12,744	13,902	15,445	16,881	每股收益	0.99	1.32	1.54	1.81	2.09
<b>营业利润</b>	<b>10,700</b>	<b>13,628</b>	<b>15,971</b>	<b>18,750</b>	<b>21,594</b>	每股净资产	11.97	12.88	13.83	14.96	16.25
<b>利润总额</b>	<b>10,276</b>	<b>13,599</b>	<b>15,967</b>	<b>18,746</b>	<b>21,591</b>	每股经纪业务交易额	1,452.55	2,274.87	2,487.09	2,584.61	2,692.71
所得税	2,166	2,828	3,321	3,899	4,490	<b>估值比率</b>					
少数股东损益	571	733	885	1,039	1,197	市盈率	20.03	15.02	12.85	10.94	9.50
<b>归属于母公司股东的净利润</b>	<b>7,539</b>	<b>10,038</b>	<b>11,761</b>	<b>13,808</b>	<b>15,903</b>	市净率	1.66	1.54	1.43	1.33	1.22

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](http://www.dfzq.com.cn)