

东方财富 (300059.SZ)

基础业务彰显韧劲，自营业务贡献增量

核心观点:

- 公司披露 2022 年中报业绩，2022H1 公司实现营业总收入 63.08 亿元，同比+9.13%；净利润 44.44 亿元，同比+19.23%。Q2 单季度营业总收入 31.12 亿元，同比+7.64%，净利润 22.73 亿元，同比+25.12%，公司业绩略超预期。
- **基金保有量持续增长。**据公司中报披露，公司 2022H1 实现基金销售额 9922 亿元，同比+1.73%，其中，非货基销售额为 5838 亿元，同比+9.40%，2022H1 公司电子商务服务收入 22.02 亿元，同比-8.16%。2022 年二季度，公司（天天基金+东财证券）股票+混合公募基金保有规模为 5352 亿元、非货币市场公募基金保有规模为 7058 亿元，均位列行业第三，市占率分别为 8.44%、8.13%。公司股票+混合公募基金保有量占非货币市场公募基金保有量为 75.83%，较 Q1 有所上升，高于腾安基金、蚂蚁基金，体现公司客户风险偏好较高。
- **经纪业务市占率持续提升。**2022 年上半年，AB 股交易额 114.23 亿元，同比+6.47%。证券业务实现收入 39.58 亿元，同比+22.80%。公司代理买卖净收入为 23.56 亿元，同比+27.95%，超越市场交易额涨幅。公司披露股基交易额为 9.64 万亿元（双边），测算市占率 4.22%。
- **自营规模持续提升。**2022 年上半年，公司自营收入 8.10 亿元，同比+70.85%，延续增长态势，主要源于公司金融资产投资的增加。2022 H1，公司金融投资共 590.89 亿元，同比+85.38%。金融投资资产占公司总资产比重为 26.93%，与 2019H1 的 12.55%相比有显著提升，表明公司总资产扩张后寻找新的资产配置方向。
- **盈利预测与投资建议：**公司卡位财富管理行业发展的流量入口，是行业内成长性与高弹性兼备的优秀标的，预计公司 2022-2024 年归母净利润 93.36、117.77、141.86 亿元，考虑公司成长性与历史估值，给予公司估值 2022 年 40xPE，对应合理价值 28.40 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**资本市场波动；经济下行；监管趋严；政策推进不达预期等。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8239	13094	13349	17110	20857
增长率 (%)	94.68%	58.93%	1.94%	28.18%	21.90%
归母净利润 (百万元)	4778	8553	9336	11777	14186
增长率 (%)	160.95%	79.01%	9.16%	26.15%	20.46%
EPS (元/股)	0.55	0.83	0.71	0.89	1.07
ROE	10.85%	19.42%	17.54%	17.58%	17.10%
市盈率 (P/E)	61.06	27.82	32.48	25.75	21.38

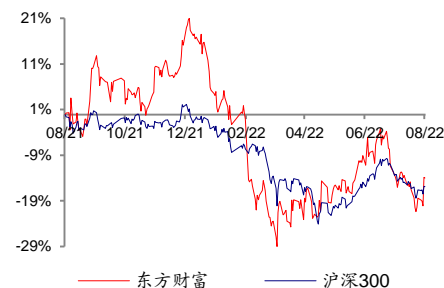
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	22.95 元
合理价值	28.40 元
前次评级	增持
报告日期	2022-08-14

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈卉



SAC 执证号: S0260519040001

SFC CE No. BOX142



021-38003619



gfchenh@gf.com.cn

分析师:

旷实



SAC 执证号: S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

相关研究:

东方财富 (300059.SZ): 东方财富证券业绩、市占率逆市提升	2022-07-16
东方财富 (300059.SZ): 行业低点仍有业绩增长，依旧看好长期价值	2022-04-22

目录索引

一、公司披露 2022 年中报，净利润 44.44 亿元，同比+19.23%.....	4
二、经纪业务增速超越行业，市占率持续提升.....	5
三、基金保有量持续增长.....	6
四、公司利息净收入逆市上升.....	8
五、公司自营规模持续提升.....	9
六、多项业务和布局落地推进，孕育新的经营亮点.....	10
七、哈富证券进军海外.....	12
八、投资建议.....	14
九、风险提示.....	14

图表索引

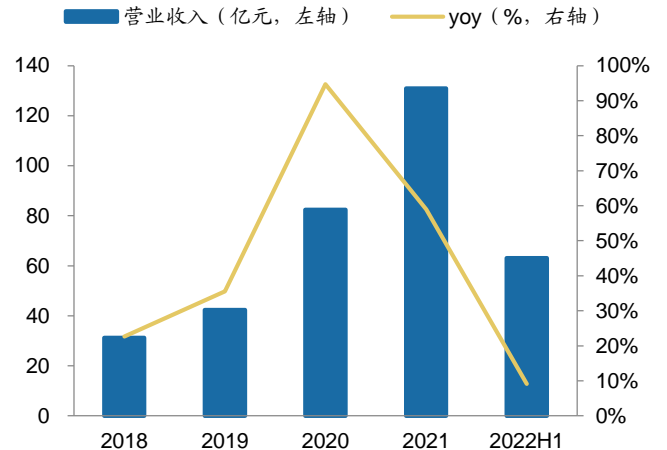
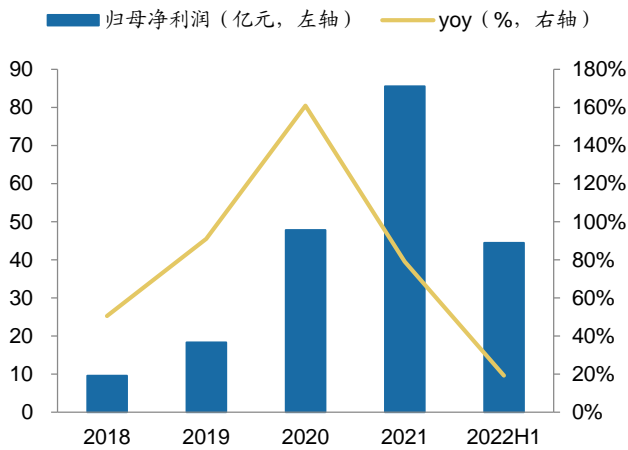
图 1: 东方财富归母净利润及同比变化 (左轴: 亿元, 右轴: %)	4
图 2: 东方财富营业收入及同比变化 (左轴: 亿元, 右轴: %)	4
图 3: 东方财富基金销售额 (亿元)	4
图 4: 东方财富各业务收入占比变化 (%)	4
图 5: 经纪业务收入及增速变化 (左轴: 亿元, 右轴: %)	5
图 6: 代理买卖证券业务净收入 (不含席位, 亿元, 左轴) 及同比 (% , 右轴)	5
图 7: 席位租赁收入 (亿元, 左轴) 及同比 (% , 右轴)	5
图 8: 电子商务服务收入及增长 (左轴: 亿元, 右轴: %)	6
图 9: 各渠道公募基金销售保有规模占比 (%)	7
图 10: 天天基金 MAU (万人)	7
图 11: 东方财富融出资金及市占率 (亿元)	8
图 12: 东方财富利息收入及同比 (亿元)	8
图 13: 投资者总数及两融业务渗透率变化 (左轴: 万人, 右轴: %)	8
图 14: 投资者数量及信用账户投资者数增长率变化 (%)	8
图 15: 自营收入及增长 (左轴: 亿元, 右轴: %)	9
图 16: 自营投资收益率 (%)	9
图 17: 金融投资及同比、占比 (左轴: 亿元, 右轴: %)	10
图 18: 交易性金融资产各项规模 (亿元)	10
图 19: 交易性金融资产内部结构 (%)	10
图 20: 东财股票型基金规模	11
图 21: 东财混合型基金规模	11
图 22: 哈富证券提供的服务	12
图 23: 美股、港股佣金率对比 (左轴: 美元/股)	13
图 24: 富途证券各项指标	13
表 1 东财基金发行 (部分)	11

一、公司披露 2022 年中报，净利润 44.44 亿元，同比 +19.23%

公司披露2022年中报业绩，2022年前两个季度公司实现营业总收入63.08亿元，同比+9.13%；净利润44.44亿元，同比+19.23%。Q2单季度营业总收入31.12亿元，同比+7.64%，净利润22.73亿元，同比+25.12%，公司业绩略超预期。

图1：东方财富归母净利润及同比变化（左轴：亿元，右轴：%）

图2：东方财富营业收入及同比变化（左轴：亿元，右轴：%）



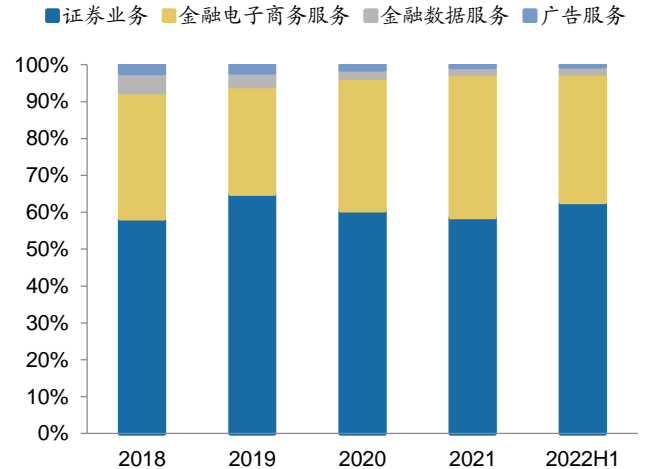
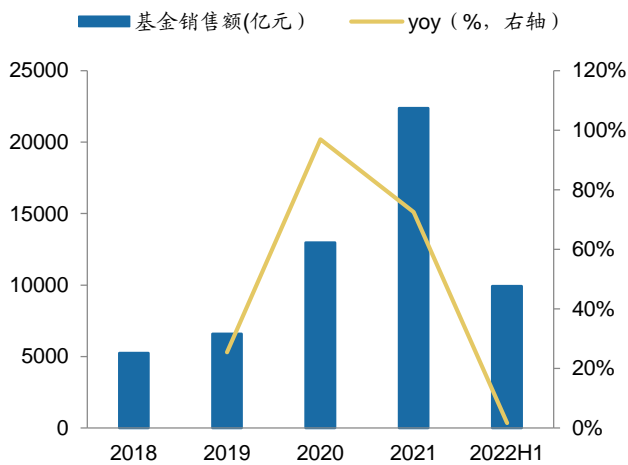
数据来源：Wind，公司中报，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，公司中报，广发证券发展研究中心

分业务来看，证券业务仍是公司第一大业务且占比有所上升，营收占比62.75%。金融电子商务服务收入、金融数据服务、广告服务占比有所下降，分别占营业收入的34.90%、1.88%、0.47%。

图3：东方财富基金销售额（亿元）

图4：东方财富各业务收入占比变化（%）



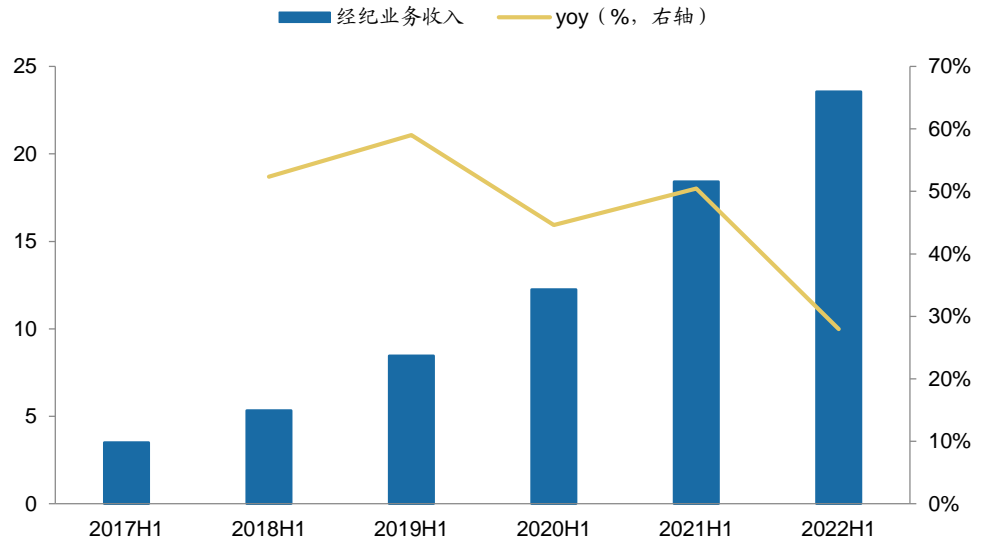
数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，公司中报，广发证券发展研究中心

二、经纪业务增速超越行业，市占率持续提升

2022年上半年，AB股交易额114.23亿元，同比+6.47%。证券业务实现收入39.58亿元，同比增长22.80%。公司代理买卖净收入为23.56亿元，同比+27.95%，超越市场交易额涨幅。公司披露股基交易额为9.64万亿元（双边），测算市占率4.22%。

图5：经纪业务收入及增速变化（左轴：亿元，右轴：%）

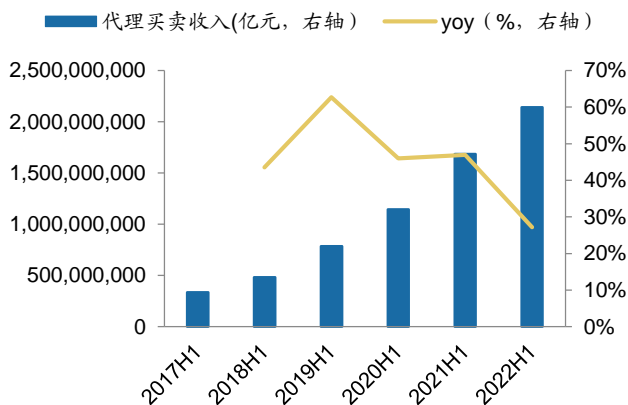


数据来源：公司中报，广发证券发展研究中心

备注：经纪业务收入采用代理买卖业务净收入（含席位）口径，市场规模采用沪深两市 AB 股成交额总额

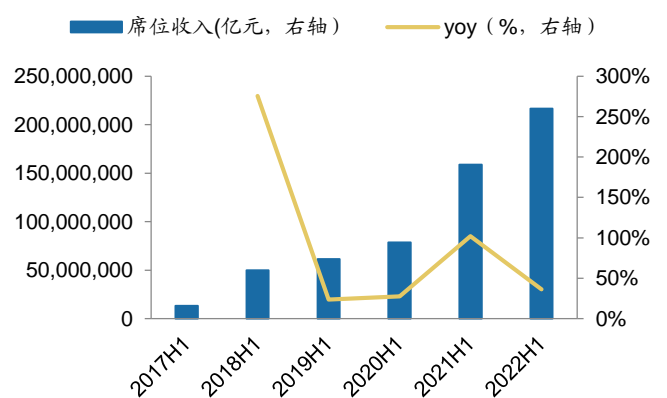
从经纪业务收入的结构来看，公司代理买卖证券业务收入与席位租赁收入均具有一定的增长动能。2022H1，公司代理买卖证券业务净收入21.39亿元，同比+27.16%，席位租赁收入2.16亿元，同比+36.35%。

图6：代理买卖证券业务净收入（不含席位，亿元，左轴）及同比（%，右轴）



数据来源：公司年报，公司中报，广发证券发展研究中心

图7：席位租赁收入（亿元，左轴）及同比（%，右轴）

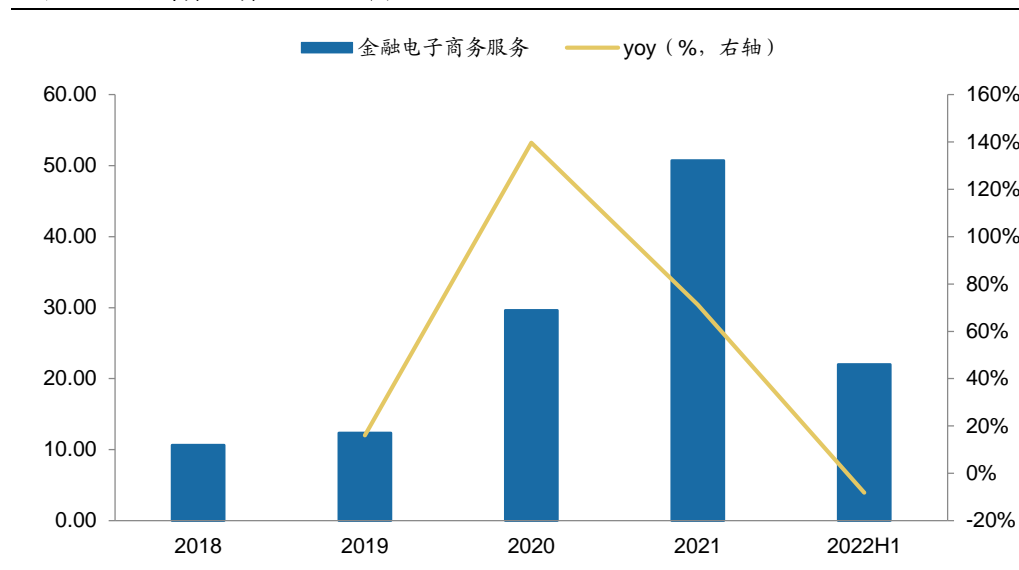


数据来源：Wind，公司中报，广发证券发展研究中心

三、基金保有量持续增长

据公司中报披露，公司2022H1实现基金销售额9922亿元，同比+1.73%，其中，非货币基金销售额为5838亿元，同比+9.40%，2022H1公司电子商务服务收入22.02亿元，同比-8.16%。

图8：电子商务服务收入及增长（左轴：亿元，右轴：%）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

根据我们对东财历史数据的追溯，公司代销业务具有逆周期的特点，市占率与收入强势增长，我们认为原因来自于公司强大的流量护城河（用户粘性+用户基数）、良好的收入结构（尾佣占比70%）与较好的客户结构。我们看好公司代销业务持续带来的盈利贡献。

2022年二季度，基金业协会披露行业保有量数据。中基协公布行业股票/混合型基金保有量为63386亿元，同比+2.93%，非货币基金保有量为86780亿元，同比+17.33%。基金代销行业马太效应明显，强者恒强。天天基金股票+混合公募基金保有量规模位列第三，在第三方财富管理中权益类基金销售占据优势。

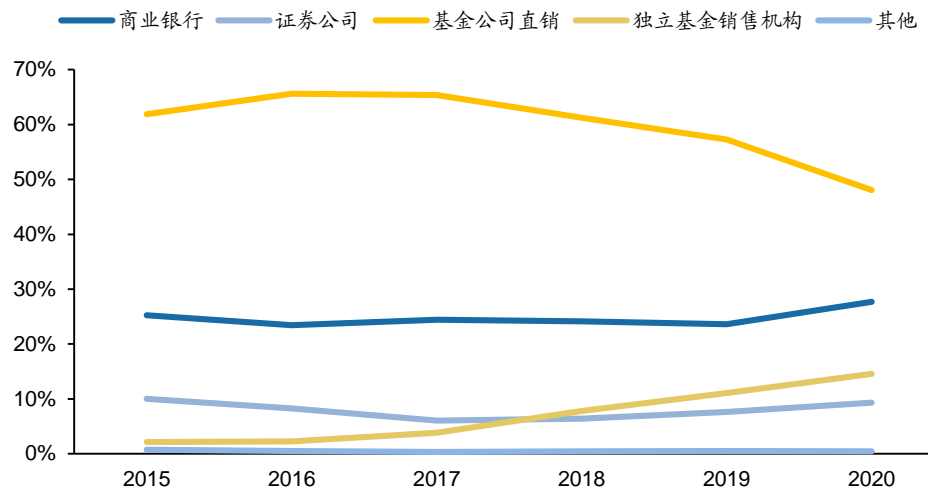
(1) 2022年二季度，公司（天天基金+东财证券）股票+混合公募基金保有规模为5352亿元、非货币市场公募基金保有规模为7058亿元，均位列行业第三。市占率分别为8.44%、8.13%。

(2) 我们测算得出，代销综合费率千分之3.57，较2021年下半年的千分之4.33有所下降。计算公式为“代销综合费率=营业收入（科目名称）/平均保有量”。

(3) 公司客户质量优于蚂蚁基金和腾安基金，具体表现为股票+混合公募基金保有量占非货币市场公募基金保有量比例远超另两家，为75.83%，较Q1有所提升。另外两家占比均在40%左右。说明公司用户专注权益类基金投资，具有更高的风险偏好和投资经验，天天基金享有更高的换手率和综合费率。

近年来，我国证券公司公募基金销售保有规模占比有所下降，且自18年开始低于独立基金销售机构的基金销售保有规模。这正显示出了我国独立基金销售机构的强大代销能力与对客服务能力。

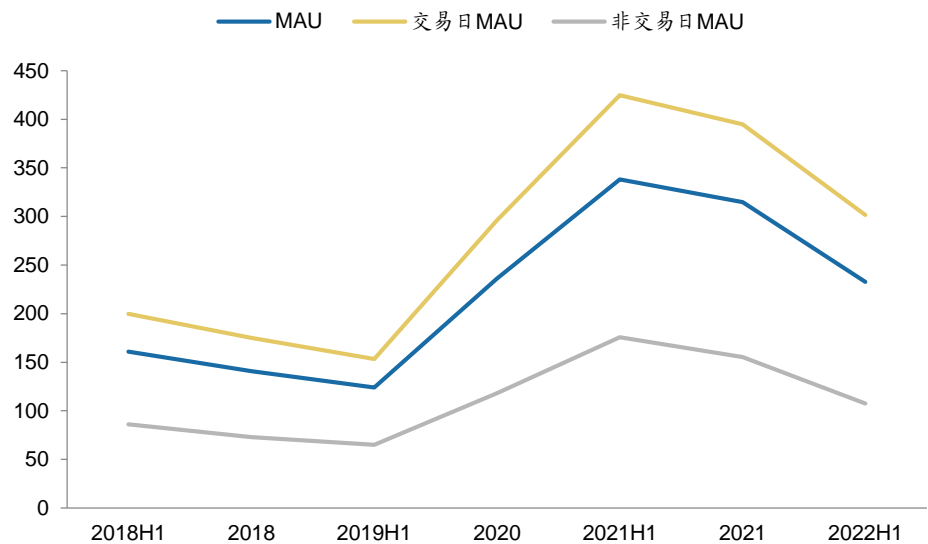
图 9: 各渠道公募基金销售保有规模占比 (%)



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 广发证券发展研究中心

天天基金MAU延续下降趋势。据公司中报披露, 2022H1, 天天基金服务平台日均活跃访问用户数为232.85万, 其中, 交易日日均活跃访问用户数为301.47万, 非交易日日均活跃访问用户数为107.41万。与2021年相比有所下降, 我们认为这与市场波动有关。

图10: 天天基金MAU (万人)

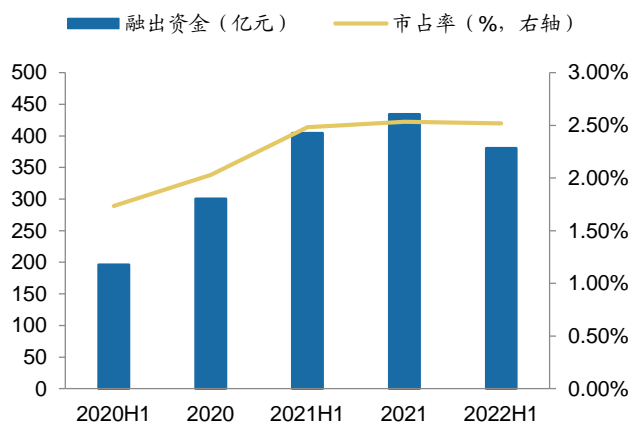


数据来源: 公司中报, 公司年报, 广发证券发展研究中心

四、公司利息净收入逆市上升

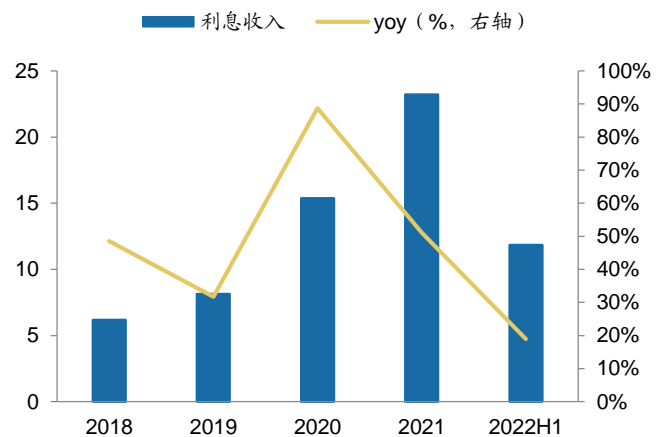
截至2022年6月末，两市两融余额同比-10.14%。2022H1，公司实现利息净收入11.84亿元，同比+18.99%；Q2单季度公司实现利息净收入5.79亿元，同比+4.51%。融出资金市占率2.52%。其中，融资融券利息收入12.15亿元，同比+10.15%；货币资金及结算备付金利息收入5.73亿元，同比+25.93%；其他债权投资利息收入1.79亿元，同比+153.90%。

图11: 东方财富融出资金及市占率 (亿元)



数据来源: 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

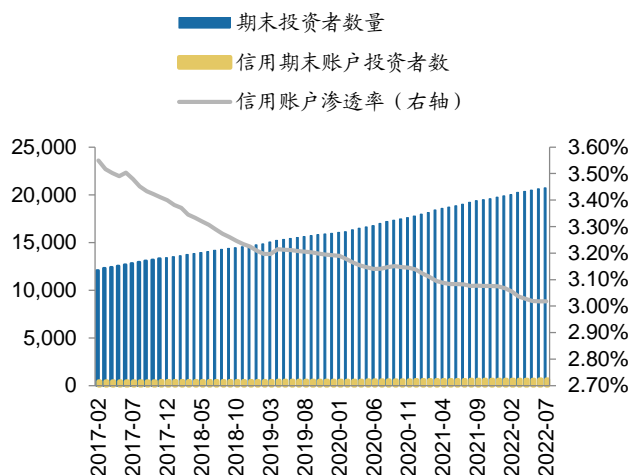
图12: 东方财富利息收入及同比 (亿元)



数据来源: 公司年报, 公司季报, 广发证券发展研究中心

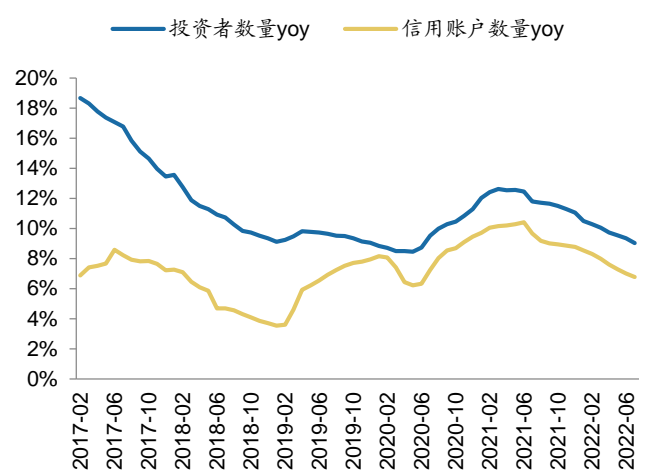
两融客户渗透率提升空间大。融资融券客户大多自经纪业务客户转化而来，据中登公司统计显示，2022年11月末，市场期末投资者总数达到2.07亿户，其中证券行业内融资融券业务开立账户数达625.78万户，占经纪业务开立账户数的3.02%。据东方财富2020年12月发布的公告显示，东方财富证券两融客户渗透率仅有约1.68%，距离行业平均两融渗透率3.14%仍有较大提升空间。

图13: 投资者总数及两融业务渗透率变化 (左轴: 万人, 右轴: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图14: 投资者数量及信用账户投资者数增长率变化 (%)

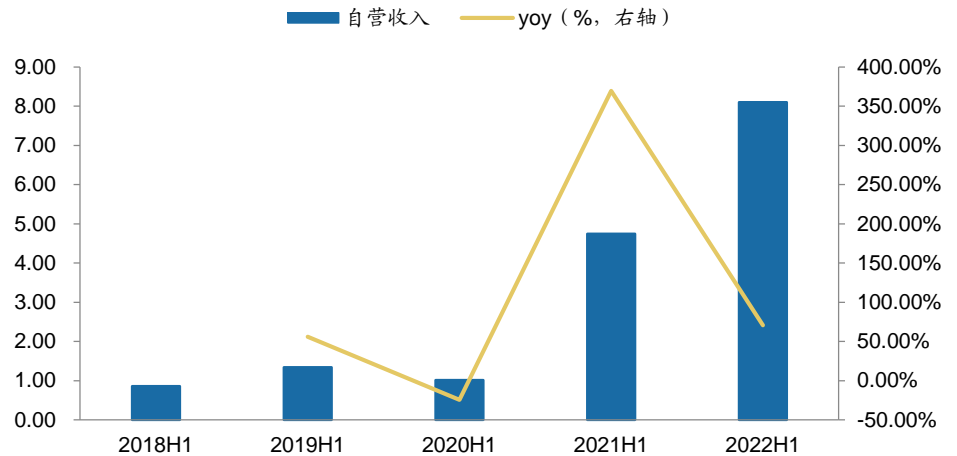


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

五、公司自营规模持续提升

2022年上半年，公司自营收入8.10亿元，同比+70.85%，延续增长态势，主要源于公司金融资产投资的增加。

图15: 自营收入及增长 (左轴: 亿元, 右轴: %)

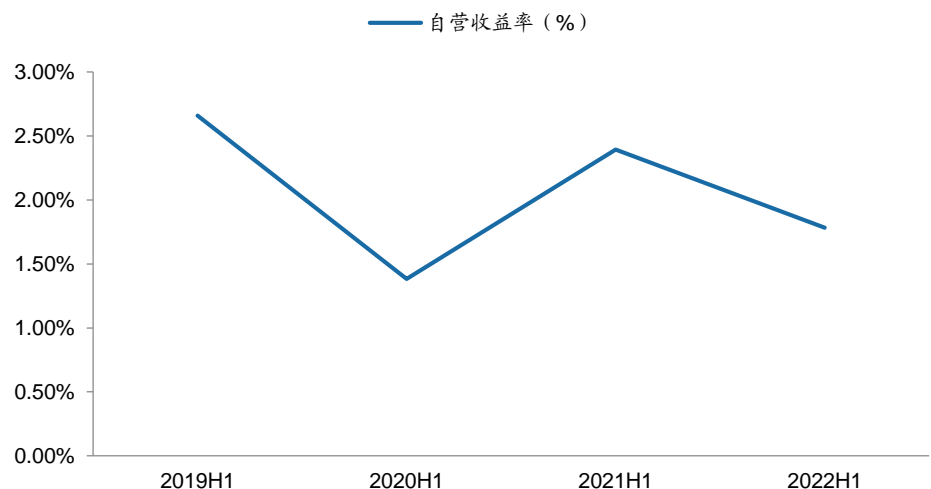


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 自营收入=公允价值变动+投资收益-对联营合营企业投资收益+债权/其他债权投资利息收入

公司近来自营收益率较为稳健。我们通过“自营收益率=自营收入/平均金融资产投资”来计算东方财富近年来的收益率，并发现近三年来，公司自营收益率呈现出震荡下行的趋势。并在2.00%左右波动，较为稳健。与公司自营规模持续提升、公司金融资产投资的结构特征有关，公司自营资产中债券占主要部分。

图16: 自营投资收益率 (%)

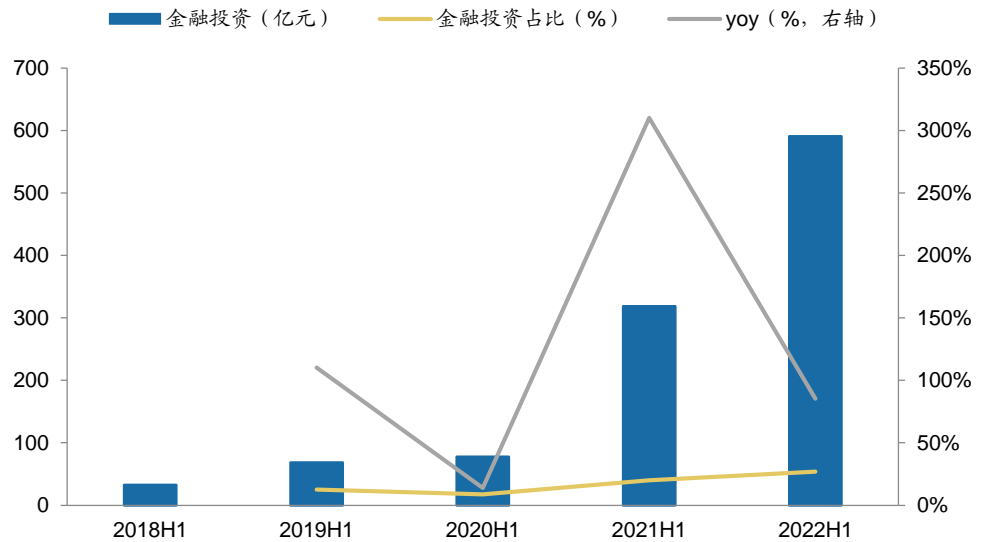


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 自营收益率=自营收入/平均金融资产投资

近年来，公司金融投资资产显著增加，2022H1，公司金融投资共590.89亿元，同比+85.38%，增速略微放缓，金融投资资产占公司总资产比重为26.93%，与2019H1的12.55%相比有显著提升，表明总资产扩张后寻找新的资产配置方向。

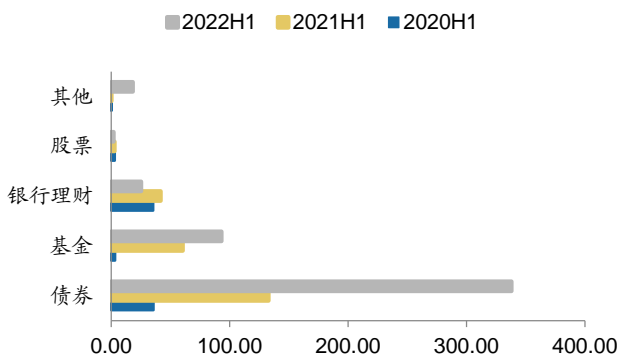
图17: 金融投资及同比、占比 (左轴: 亿元, 右轴: %)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

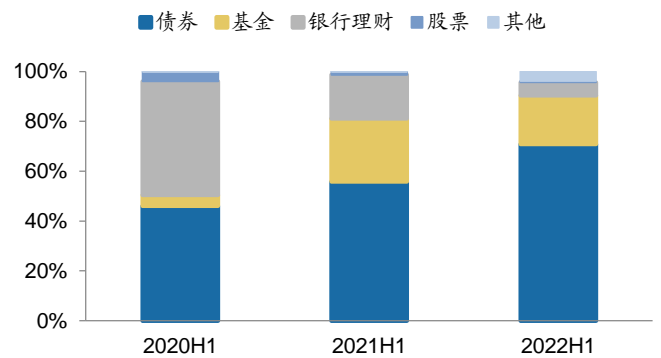
从交易性金融资产的内部结构来看，近年来公司将配置重点放在债券与基金上，而银行理财与股票甚至有减少的趋势。2022H1，公司交易性金融资产中有债券338.15亿元，基金93.26亿元，显示出公司的自营投资较为保守与稳健。

图18: 交易性金融资产各项规模 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 交易性金融资产内部结构 (%)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

六、多项业务和布局落地推进，孕育新的经营亮点

大资管端崛起发力，发展资产端是其实董事长在投资者见面会时明确提出的公司战略。公司致力于打造资管端，形成业务闭环。东财发行指数型基金为主，截至2022年8月12日，合计发行规模43.19亿元（不含新发行，暂时无规模数据）。看好公司未来财富管理端与资管端形成合力。

图20: 东财股票型基金规模

东财基金	股票型	平均每家公司	同类排名
基金规模(亿元)	43.19	187.02	52/123
基金数量(只)	39	23.92	23/123
基金经理数量	3	6.11	65/123

数据来源: 天天基金网, 广发证券发展研究中心

图21: 东财混合型基金规模

东财基金	混合型	平均每家公司	同类排名
基金规模(亿元)	5.92	360.77	134/167
基金数量(只)	13	46.08	109/167
基金经理数量	5	13.12	103/167

数据来源: 天天基金网, 广发证券发展研究中心

表 1 东财基金发行 (部分)

名称	基金类型	最新资产净值(亿元)
西藏东财中证新能源汽车 A	被动指数型基金	6.12
西藏东财中证新能源汽车 C	被动指数型基金	6.01
西藏东财中证新能源指数增强 C	增强指数型基金	2.44
东财中证有色金属指数增强 C	增强指数型基金	2.26
东财中证有色金属指数增强 A	增强指数型基金	1.87
西藏东财中证 500A	被动指数型基金	1.81
东财量化精选 A	偏股混合型基金	1.75
西藏东财中证云计算与大数据主题指数增强 A	增强指数型基金	1.56
西藏东财中证通信技术 C	被动指数型基金	1.53
西藏东财创业板 A	被动指数型基金	1.51
西藏东财中证新能源指数增强 A	增强指数型基金	1.48
西藏东财中证芯片产业 C	被动指数型基金	1.44
西藏东财中证芯片产业 A	被动指数型基金	1.25
西藏东财上证 50A	被动指数型基金	0.96
东财中证高端装备制造指数增强 A	增强指数型基金	0.84
东财量化精选 C	偏股混合型基金	0.78
西藏东财国证龙头家电 C	被动指数型基金	0.73
西藏东财国证龙头家电 A	被动指数型基金	0.70
西藏东财中证医药卫生 C	被动指数型基金	0.70
西藏东财中证证券保险领先 C	被动指数型基金	0.69
西藏东财中证 500C	被动指数型基金	0.68
西藏东财上证 50C	被动指数型基金	0.65
西藏东财中证医药卫生 A	被动指数型基金	0.65
东财中证沪港深互联网 A	被动指数型基金	0.64
东财创新医疗六个月定开	偏股混合型基金	0.64
西藏东财国证消费电子主题指数增强 C	增强指数型基金	0.63
西藏东财创业板 C	被动指数型基金	0.62
西藏东财中证证券保险领先 A	被动指数型基金	0.61

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

根据我们对美国证券业的研究，财富管理业务线优秀的公司都有优秀的资产端业务线。全球顶级的财富管理机构一般都具有产品品类丰富的特点，既有投行类产品，又有资管业务线条的产品，并具有自己的特色。具体来看：

(1) 瑞银推出的美国货币市场基金、市政建设固定收益、共同基金等。其中市政建设固定收益由UBS 市政固定收益团队专注于利用市场的低效率实现税后收益最大化和波动性最小化。此外还有全面的对冲基金投资解决方案，全面满足投资者需求。

(2) 大摩也推出了全球固定收益机会基金、全球特许经营投资组合基金、全球机会组合基金等特色产品。

(3) 美银则有对冲基金、私人股权及房地产等有形资产的产品。品类丰富，满足投资者需求。

七、哈富证券进军海外

哈富证券是东方财富全资控股公司，于2020年4月获得伦敦证券交易所和绿宝石交易平台会员资格。2020年5月获得香港证监会颁布的1号证券交易、4号就证券提供意见、9号提供资产管理的牌照，可以开展多元化港股交易业务；公司为投资者提供港股、美股、A股、ETF、窝轮、牛熊证、杠杆及反向产品等一站式数字化金融服务。具备行情、交易、资讯等功能。

图22: 哈富证券提供的服务



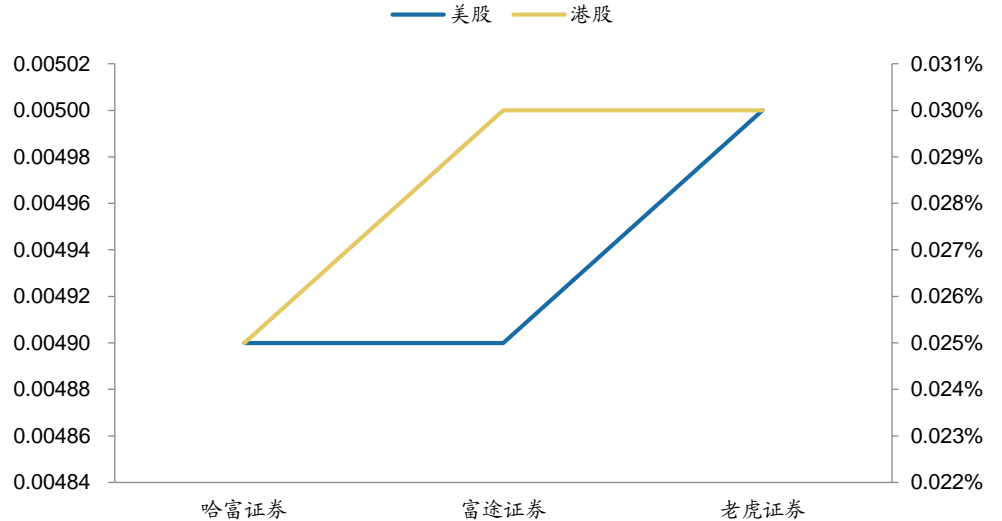
数据来源：哈富证券官网，广发证券发展研究中心

哈富证券有利于东方财富布局海外业务，完成金融闭环：

- (1) 哈富证券丰富了东方财富的服务场景，为其构筑更完整的金融生态闭环。
- (2) 哈富证券开拓了东方财富布局海外的脚步，可以从国际层面分散公司风险，平抑业绩波动。

(3) 哈富证券美股佣金率0.0049美元/股，与富途证券相当，但低于老虎证券的0.005美元/股。其港股佣金率0.025%，低于富途、老虎港股佣金率0.03%。有利于发展港股与美股交易业务，提升竞争力。

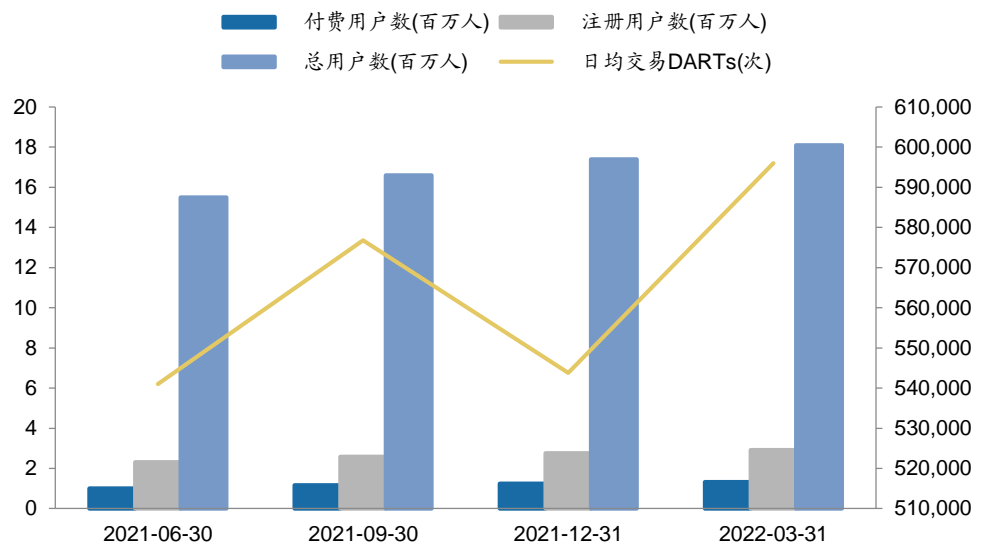
图23: 美股、港股佣金率对比 (左轴: 美元/股)



数据来源: 各公司官网, 广发证券发展研究中心

哈富证券国际业务具备成长空间。 国人海外投资规模与日俱增、海外华人也需要便捷的交易系统+一站式综合金融平台服务。从富途和老虎的经验看，公司通过低价策略引流、产品力完善的服务、一站式综合平台丰富用户体验，可以较快打开海外业务的局面。哈富证券未来港、美股经纪业务成长空间值得期待。对标港、美股交易平台巨头富途的发展轨迹来看，未来哈富证券在客户数量与客均资产双升的情况下，将为东财带来可观的业绩增量空间。

图24: 富途证券各项指标



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

八、投资建议

居民财富由投资性房地产和非标理财转向标准化净值型产品的过程仍在持续，内部结构性变化不改赛道投资价值。公司卡位财富管理行业发展的流量入口，是行业内成长性与高弹性兼备的优秀标的，预计公司2022-2024年归母净利润93.36、117.77、141.86亿元，考虑公司成长性与历史估值，给予公司估值2022年40xPE，对应合理价值28.40元/股，维持“增持”评级。

九、风险提示

资本市场大幅波动，使得股市下行、市场交易额下降、新发行基金减少、融资融券余额等进而引发券商自营收入、代理买卖证券收入、代销金融产品收入融资融券利息收入等大幅减少，进而导致券商基本面偏弱；当前我国经济下行压力增大，容易导致市场信用风险加剧；金融反腐持续进行当中，非银金融行业监管预计持续趋严，导致业务创新的力度和节奏低于预期；资本市场政策如全面注册制等推动进度不达预期，减少券商的业务的发展空间以及收入来源。

资产负债表						利润表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
资产总额	110329	185020	192298	233504	283830	营业总收入	8239	13094	13349	17110	20857
货币资金	41420	59610	68552	78834	90659	佣金净收入	3450	5369	5421	7683	9499
备付金	6652	10475	12046	13853	15931	经纪佣金	2930	4437	4021	5367	5848
长期投资	452	381	419	461	507	投资收益	315	1010	1075	1075	1075
固定资产	1764	2692	2692	2692	2692	利息净收入	1536	2321	2479	2786	3206
无形资产	174	174	174	174	174	营业收入	3252	5408	5443	6636	8147
商誉	2946	2946	2946	2946	2946	营业支出	3037	4132	3799	4754	5732
其他资产	44089	75171	58470	68744	78801	管理费用	1468	1849	1869	2395	2920
负债总额	77172	140980	139080	166509	200848	其他支出	1569	2283	1930	2359	2812
代理买卖	49798	63929	63067	75505	91077	营业利润	5533	10080	10757	13563	16332
其他负债	27374	77051	76013	91003	109771	利润总额	5515	10054	10731	13537	16306
权益总额	33156	44040	53218	66995	82982	所得税	737	1501	1395	1760	2120
归母权益	33156	44040	53218	66995	82982	归母净利润	4778	8553	9336	11777	14186
负债和权益总计	110329	185020	192298	233504	283830						

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营收增长	94.7%	58.9%	1.9%	28.2%	21.9%
归母净利	161.0%	79.0%	9.2%	26.1%	20.5%
净利率	58.0%	65.3%	69.9%	68.8%	68.0%
ROE	10.85%	19.42%	17.54%	17.58%	17.10%
总资产	78.4%	67.7%	3.9%	21.4%	21.6%
杠杆	4.20	4.20	3.61	3.49	3.42
EPS	0.55	0.83	0.71	0.89	1.07
P/E	61.06	27.82	32.48	25.75	21.38
P/B	8.80	7.97	7.01	5.57	4.49

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 严 漪 澜：研究员，中山大学金融学硕士，2022年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。