

科技券商的“破与立”

- 中报出炉，证券业务市占率同比倍增。**公司2017年中报显示，经纪与两融业务的逆势扩张；其中，2017H1 沪深两市股票交易额市占率 1.55%（去年同期为 0.66%），两融余额市占率达到 0.66%（去年同期为 0.17%），证券业务贡献营收 6.15 亿，同比增加 20.86%，流量巨头转型科技券商势不可挡。
- 一破行业格局，交易通道“平民化”。**互联网重构券商经纪业务运营成本趋势已明晰，公司低佣金战略顺势而为，净佣金率全行业最低；同时，多年服务 C 端用户使得公司极为注重用户体验，便捷快速的开户（转户）通道和多元化功能整合网罗各层次用户。至此，公司携“低佣金+优体验”两大战略，借“一人多户”政策东风，打破传统券商凭借交易资格赚取高额佣金的行业格局，加速抢夺市场份额。
- 二破服务模式，投顾服务“众包化”。**用户对于投顾服务支付意愿较强，市面上以软件工具或直播课程为载体的投顾服务层出不穷，且盈利状况良好。传统券商依靠有限的投顾人员服务千万股民模式难以应对，以“雪球”为代表的众包模式或可打破供不应求的局面。公司明星产品“股吧”互联网圈层基因优势明显，在经纪业务圈海量用户后，构建角色打造“人人投顾”众包化平台。同时，自主可控、敏捷迭代的 IT 系统将为公司快速响应长尾用户需求提供有力支撑。
- 破而后立，科技券商“生财之道”清晰。**中国金融市场向海外成熟市场变迁端倪初露，券商向综合财富管理平台演进已成趋势。公司相关布局已展开，如：两融、股权质押、被动指数基金、小额信贷等。其中，公司对于两融业务尤为重视，以 6.99% 的低利率与传统券商展开竞争；同时，以基金代销为起点，以智能投顾为手段，涉足泛财富管理，顺应居民可投资金融资产从银行存款转向基金、商品、外汇等大类资产之势，综合性金融增值服务空间巨大。
- 投资建议：**公司是国内领先的互联网金融企业，证券业务边际、深度不断拓展，拥有突出的数据优势、技术优势以及客户优势。依靠更低廉成本及更优质服务，科技券商龙头态势已现。我们预计 2017、2018 年 EPS 为 0.16、0.31 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 16 元。
- 风险提示：**证券市场景气度未及预期，互联网券商市场竞争加剧。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,925.9	2,351.8	2,425.7	3,348.7	4,318.8
净利润	1,848.6	713.8	668.6	1,308.5	1,941.5
每股收益(元)	0.43	0.17	0.16	0.31	0.45
每股净资产(元)	1.90	2.99	3.27	3.53	3.88

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	30.9	79.9	85.3	43.6	29.4
市净率(倍)	7.0	4.4	4.1	3.8	3.4
净利润率	63.2%	30.3%	27.6%	39.1%	45.0%
净资产收益率	22.6%	5.6%	4.8%	8.6%	11.6%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
ROIC	-77.6%	-9.7%	20.1%	520.1%	361.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价：**16.00 元**
 股价 (2017-08-08) **13.30 元**

交易数据

总市值(百万元)	57,040.77
流通市值(百万元)	42,403.01
总股本(百万股)	4,288.78
流通股本(百万股)	3,188.20
12 个月价格区间	10.38/21.76 元

股价表现



数据来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.8	24.75	-1.73
绝对收益	9.83	21.68	-18.16

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001
 huyw@essence.com.cn
 021-35082010

孙雨轩

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050006

相关报告

- 东方财富：互联网券商战略持续推进，业绩或已见底/胡又文 2017-07-30
- 东方财富：经纪、两融增速显著，互联网券商优势已现/胡又文 2017-07-20
- 东方财富：“流量+数据”助力智能投顾业务抢占市场先机/胡又文 2017-06-04
- 东方财富：互金生态雏形现，智能投顾高帆扬/吕伟 2017-04-08

内容目录

1. 东方财富，科技券商领航者	4
1.1. 证券市场的流量之王	4
1.2. 乘牛市之势流量规模变现，一跃成为基金代销龙头	5
1.3. 强势进军券商业务，改造传统券商行业	5
2. 一破行业格局，交易通道“平民化”	6
2.1 平民化之低佣金战略	6
2.2 平民化之流畅用户体验	7
2.3 两大战略驱动市占率扶摇直上，行业集中度将大幅提升	8
3. 二破服务模式，投顾服务“众包化”	10
3.1 散户为投顾服务埋单意愿强烈	10
3.2 唯有众包模式才能满足长尾需求	11
3.3 公司基于强大的互联网社区基因，构建众包化平台势在必行	13
3.4 工欲善其事，必先利其器：自主可控、敏捷迭代的 IT 系统	13
4. 破而后立，科技券商“生财之道”路径清晰	14
4.1 拓宽交易资格界限，发展平价金融服务	14
4.2 智能化与众包化驱动财富管理	16
5. 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测	17
5.2 市值待重估	19
6. 投资建议	20
7. 风险提示	21

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: PC 端日覆盖人数及月度浏览时间	4
图 3: 移动端同类公司用户黏性	4
图 4: 移动端同类公司 DAU (万, 月平均值)	5
图 5: 移动端券商 DAU (万, 月平均值)	5
图 6: 2017 年 7 月基金代销机构基金数量覆盖率 (%)	5
图 7: 2012-2016 公司基金代销规模及市场占有率	5
图 8: 公司 2016-2017 每月市占率变化	6
图 9: 2015-2016 各业务增长情况	6
图 10: 公司与传统券商净佣金率 (‰)	7
图 11: 传统券商 2016 经纪业务毛利率 (%)	7
图 12: 公司 app 一键开户界面	7
图 13: 公司 app 多功能整合优化界面	8
图 14: 与传统券商 2015-2017 股票市场占有率变化 (%)	9
图 15: 与传统券商 2016-2017 股票市场占有率增加值 (%)	9
图 16: 日本券商发展历程	10
图 17: 美国券商发展历程回顾	10
图 18: 益盟操盘手免费诊股页面	11

图 19: 益学堂高级班收费及购买情况	11
图 20: 中国高净值家庭数量 (万户)	12
图 21: 中国高净值家庭的可投资金融资产总额 (万亿)	12
图 22: 雪球商业模式解析	12
图 23: 众包化平台运作模式.....	13
图 24: 外包 IT 模式与自发迭代模式对比.....	14
图 25: 嘉信理财 45 年发展历程	15
图 26: 2014-2017H 各券商两融余额变化 (亿元)	15
图 27: 2014-2017H 公司两融余额及市场份额变化.....	15
图 28: 中国个人可投资金融资产总量 (万亿)	16
图 29: 中国个人可投资金融资产的产品种类金额 2007-2016 年化增长率 (%)	16
图 30: 传统与新型模式对比.....	17
图 31: 两市股票交易额基本平稳.....	18
图 32: 公司 2017H1 各月股票交易市占率环比增速情况	18
图 33: 公司移动端 APP 用户规模遥遥领先.....	19
图 34: 经纪、两融业务上升空间较大	19
图 35: 2016 年公司 ARPU 值处于行业低位	20
图 36: 以单用户市值为指标, 互联网券商存在明显低估	20
表 1: 2017 年 6 月券商股票经纪业务排名及市占率	8
表 3: 公司未来三年盈利预测关键假设及主要项目预测结果.....	18

1. 东方财富，科技券商领航者

1.1. 证券市场的流量之王

财经资讯起家，股吧助推造势。公司成立于 2005 年，核心产品是向互联网用户提供财经资讯和证券数据的“东方财富网”。随后以东方财富网为主体，先后推出：1) 社交投资平台“股吧”，强互动属性为用户流量添砖加瓦；2) 基金信息平台“天天基金网”，满足用户多维度金融需求。公司于 2015 年收购西藏同信证券并更名东方财富证券，正式挺进券商业。十多年来，公司已逐步发展成为综合性互联网金融平台，涵盖证券经纪，基金代销、期货经纪、金融终端等业务。

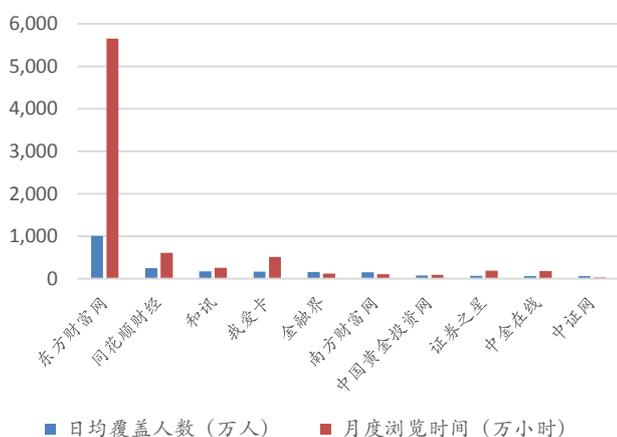
图 1：公司发展历程



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

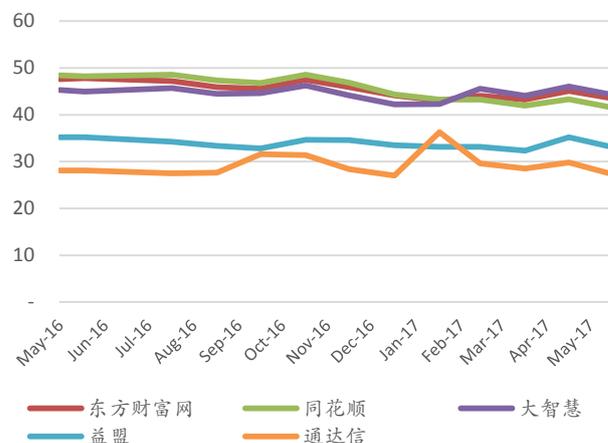
PC 端用户流量稳居第一，移动端迎头赶上。艾维咨询提供的 2017 年 5 月 PC 端指数显示，公司在垂直财经类网站以日均覆盖人数 1006 万人的绝对优势雄踞第一。2014 年布局移动端，由于布局较晚（华泰证券涨乐财富通 2009 年就已起步），移动端 2016-2017 年日均活跃用户数（月平均值）在垂直财经网站中暂时落后于同花顺和大智慧，但是差距正不断缩小；同时，用户黏性数据在 2017 年 7 月已经超越同花顺和大智慧；与传统券商相比，移动端日均活跃用户数也大幅领先。

图 2：PC 端日覆盖人数及月度浏览时间



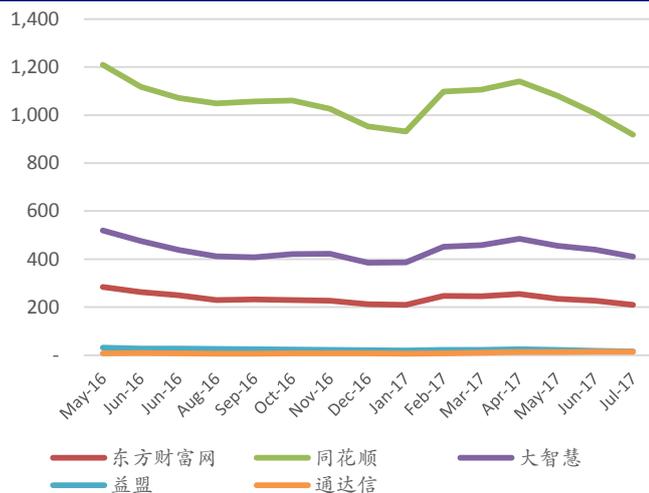
数据来源：艾瑞咨询，安信证券研究中心

图 3：移动端同类公司用户黏性



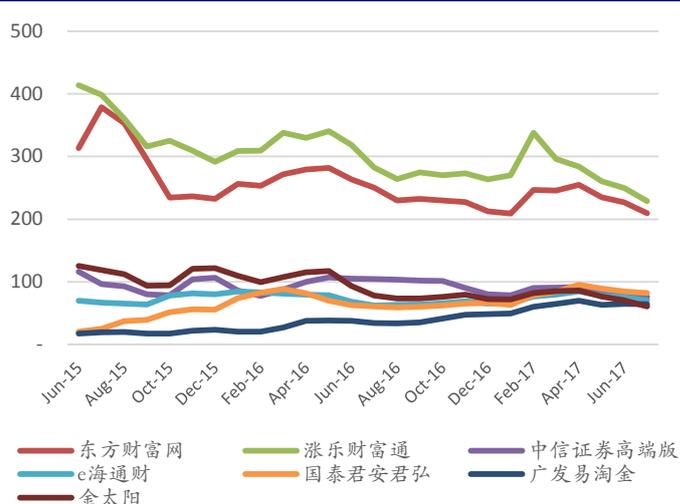
数据来源：eversight.ai，安信证券研究中心

图 4：移动端同类公司 DAU (万，月平均值)



数据来源: eversight.ai, 安信证券研究中心

图 5：移动端券商 DAU (万，月平均值)



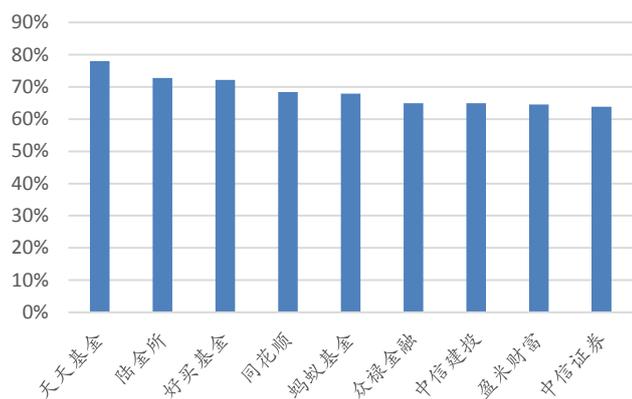
数据来源: eversight.ai, 安信证券研究中心

1.2. 乘牛市之势流量规模变现，一跃成为基金代销龙头

牛市中基金代销业绩井喷。2015 年中国股市迎来牛市，股票市场交易规模达到 1774 万亿（2016 年收缩至仅 830 万亿），基金交易规模达 95 万亿。公司乘势而上，基金代销业务井喷，旗下天天基金网基金销售额达到 7433 亿元，成为仅次于工行的基金代销机构，2015 年净利润增长逾 10 倍达 18 亿元。

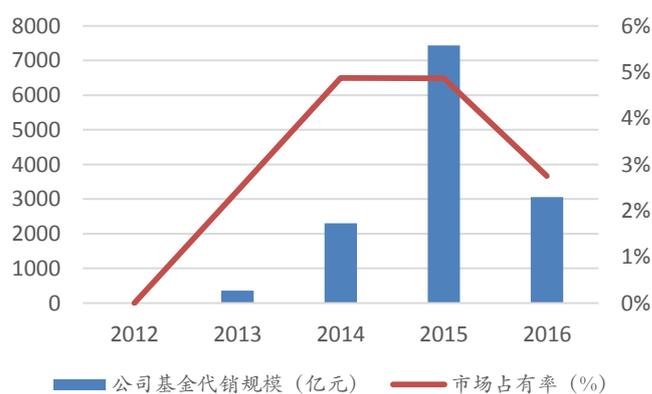
8 年积淀，终成大器。公司早在 2007 年就开始布局天天基金网，通过为线下客户提供基金详尽的信息积累人气，于 2012 年成为首批获得基金代销牌照的垂直财经网站。公司与多家基金形成紧密合作，上线产品数量不断增多，2015 年年底上线 2889 只产品，2016 年年底累计上线 4149 只产品，领先于陆金所（近 4000 只）、同花顺（3867 只），基金数量覆盖率居行业首位。

图 6：2017 年 7 月基金代销机构基金数量覆盖率 (%)



数据来源: wind, 安信证券研究中心

图 7：2012-2016 公司基金代销规模及市场占有率



数据来源: wind, 安信证券研究中心

1.3. 强势进军券商业务，改造传统券商行业

2016 年业绩下滑符合预期，券商业务成新增长点。2016 年公司净利润下降 11.37 亿，同比下降 61.39%。基金代销业务高度依赖于证券场景气度，受到 2016 年市场冲击，收入同比下降 64.35%；然而，券商经纪业务逆势增长，全年业绩贡献最大，占比 48.85%；广告和金融

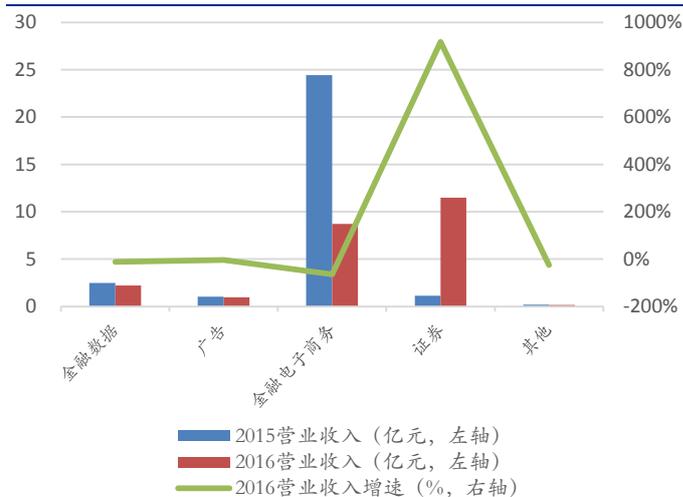
数据业务分别小幅收缩 11.75% 和 3.92%。

图 8：公司 2016-2017 每月市占率变化



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 9：2015-2016 各业务增长情况



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

2. 一破行业格局，交易通道“平民化”

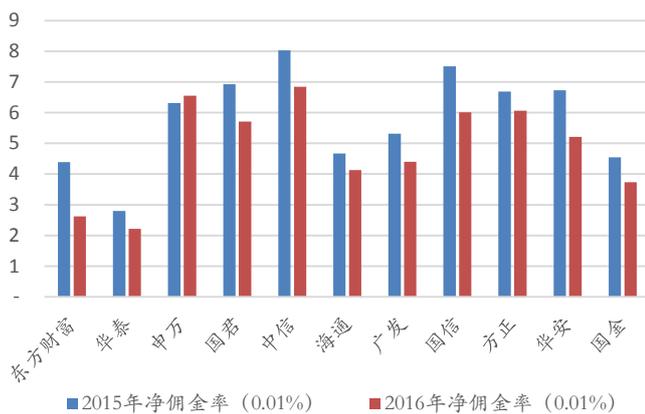
2.1 平民化之低佣金战略

万 2.5 佣金费率展开低价竞争。证券市场初期，散户话语权较弱，有限的券商仅凭借提供交易资格即可赚取高额收益。然而，随着交易体量的扩大和证券市场的成熟，仅依靠提供同质化交易通道赚取高佣金时代一去不复返，低价策略竞争大势所趋。据各家券商公告测算，2016 券商经纪业务的净佣金率(每成交 1 元股票/基金交易额扣除交易所规费后收取的佣金)相比 2015 年显著下降，平均降幅达 0.012%。在此背景下，公司充分利用互联网“轻资产”优势，以万 2.5 的全市场最低净佣金率，抢占市场份额。

凭借互联网规模效应，重构券商经纪业务成本。相比传统券商，公司采取扁平化的管理模式，人员极为精简，新设网点以轻型为主，没有传统券商沉重的营业厅和大量线下经纪人员负担；同时，用户不愿为无差别的交易资格支付高溢价趋势已定；客户自然转移至低佣金率交易通道。公司借助互联网长尾效应网罗各个层次的用户，不断扩大用户规模；因此，面对超大规模用户，互联网运营成本边际效益递减，优势渐显。

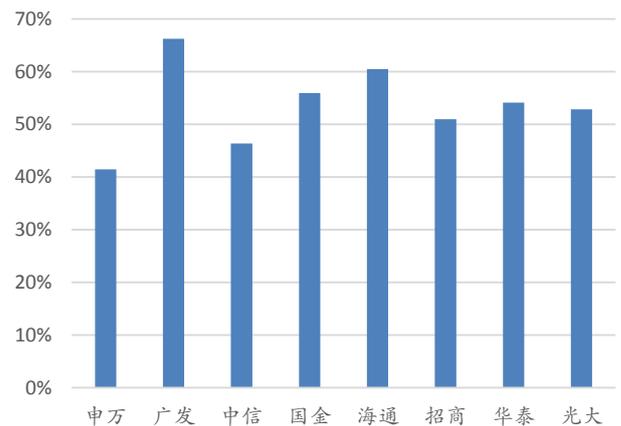
华泰证券充分享受互联网红利，成功案例验证低佣金战略。2009 年智能手机尚未普及之时，华泰证券就开发了“涨乐财富通”移动客户端；2013 年又率先推出线上开户功能，展开按服务收费的佣金选择模式，把选择佣金和服务的主动权交给客户；2014 年与网易合作，走上互联网券商的转型之路，并于 2016 年将净佣金率将低至 0.024%，造就其 2014-2016 年连续三年股票基金市场交易份额第一。即便在如此低的佣金费率下，华泰证券的毛利率仍与其他传统券商持平，可见互联网规模效应压缩单位成本效果之显著。

图 10: 公司与传统券商净佣金率 (%)



数据来源: wind, 公司年报, 安信证券研究中心

图 11: 传统券商 2016 经纪业务毛利率 (%)



数据来源: wind, 安信证券研究中心

2.2 平民化之流畅用户体验

一键免费转户，一分钟极速转户。公司倡导的一键免费转户理念将用户开户的摩擦成本降至最低，防止用户因繁琐操作流失。相比传统券商原始的柜台现场开户和跟随互联网潮流推出的 10 分钟开户，公司省去一切复杂的步骤，专门针对被低佣金所吸引的用户推出 1 分钟转户服务，将用户等待时间降至最低，提供绝佳的用户体验。

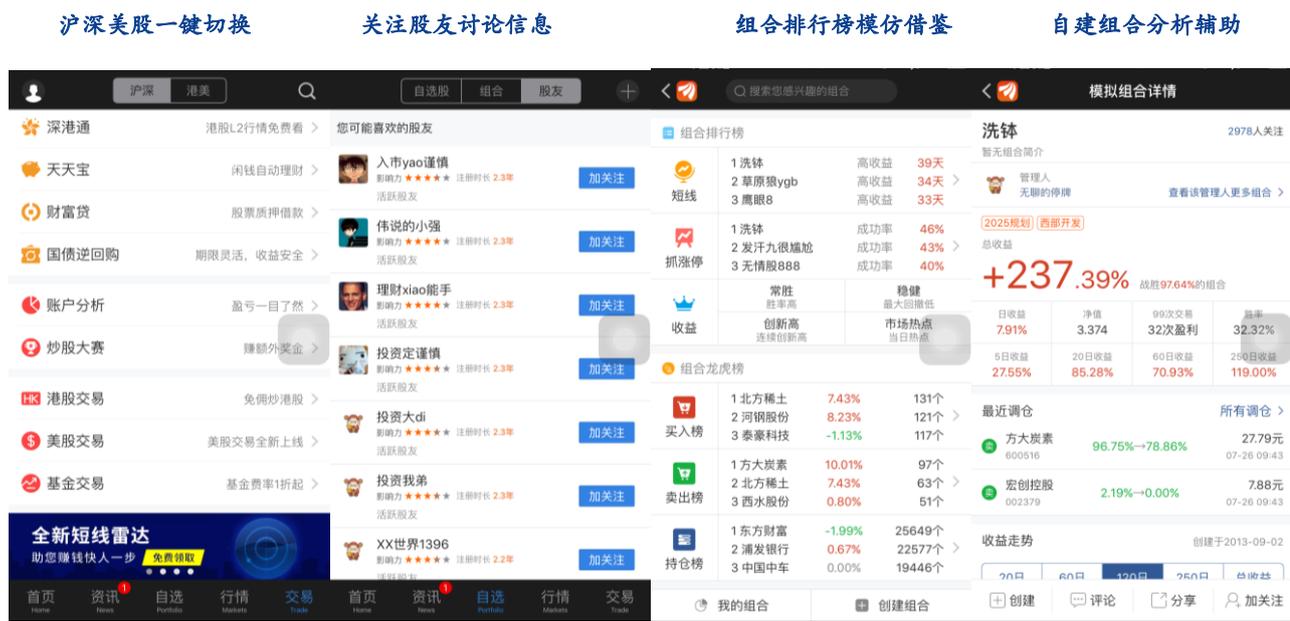
图 12: 公司 app 一键开户界面



数据来源: 公司 app, 安信证券研究中心

多平台整合，优化用户体验。传统券商的交易软件仅包括基本的沪深股市行情和基金申购信息，更深入的信息需要用户去其他网站或渠道获得。公司沪深、港股、美股界面一键切换，让用户随时掌握海内外最新动态。在自选股的基础上，推出股友和组合板块服务，用户可在 app 中直接创建组合，并自动导出组合的收益率、收益走势等直观信息以供参考。同时，无需切换 app，用户即可关注其他用户构建的投资组合和信息分享；一个 app 在手，满足用户多方位需求。

图 13: 公司 app 多功能整合优化界面



数据来源: 公司APP, 安信证券研究中心

2.3 两大战略驱动市占率扶摇直上, 行业集中度将大幅提升

政策松动, 东风已来。2015年4月13日起, A股全面放开一人一户限制, 一人可开20个户, 这一政策为用户离开高费率的传统券商转而投向互联网券商的怀抱提供了契机。公司伺机而动, 于2015年4月收购西藏同信证券(更名为东方财富证券), 获取A股证券经纪业务牌照, 正式进军互联网券商业务。用户在东方财富证券开户无需注销账户, 转移资金等繁复的步骤; 在一人多户的政策催化效应下, 公司凭借“低佣金+优体验”战略, 市占率持续上升。

市占率奋起直追, 行情低迷中仍高速增长。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, 仅耗时不到3年, 市场占有率翻了五番。2017年四月以来, 在A股交易额下行通道中仍能保持稳步增长, 6月股票市场占有率排名19位, 达1.55%。

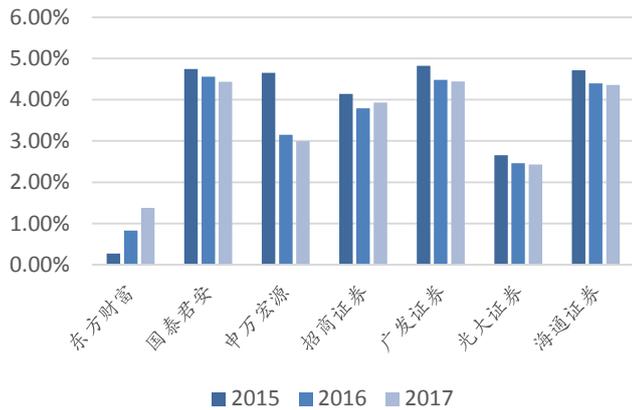
表 1: 2017年6月券商股票经纪业务排名及市占率

排名	会员	股票	
		合计(亿元)	市场份额(%)
1	华泰证券	12,726.810	7.565
2	中信证券	8,376.554	4.979
3	广发证券	7,647.992	4.546
4	中国银河证券	7,588.089	4.510
5	海通证券	7,474.623	4.443
6	国泰君安证券	7,443.307	4.424
7	招商证券	6,775.706	4.027
8	国信证券	5,596.170	3.326
9	中信建投证券	5,052.966	3.003
10	申万宏源证券	4,985.359	2.963
11	光大证券	4,147.943	2.465
12	平安证券	4,112.768	2.445
13	中泰证券	3,945.312	2.345

14	安信证券	3,747.472	2.227
15	长江证券	3,398.021	2.020
16	方正证券	3,337.746	1.984
17	中投证券	3,220.943	1.914
18	兴业证券	2,677.916	1.592
19	东方财富证券	2,608.157	1.550
20	国金证券	2,574.956	1.530

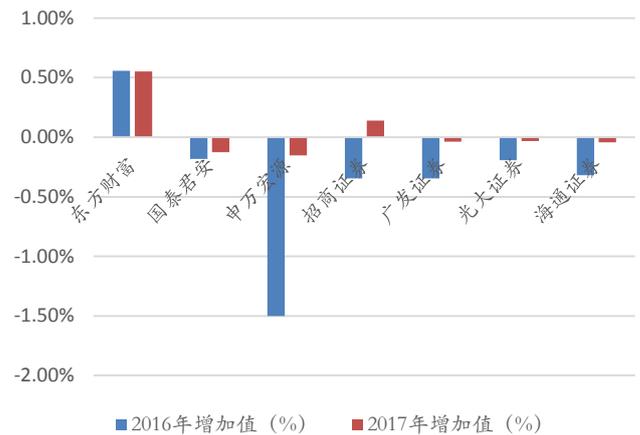
数据来源：交易所，安信证券研究中心

图 14：与传统券商 2015-2017 股票市场占有率变化 (%)



数据来源：交易所，安信证券研究中心

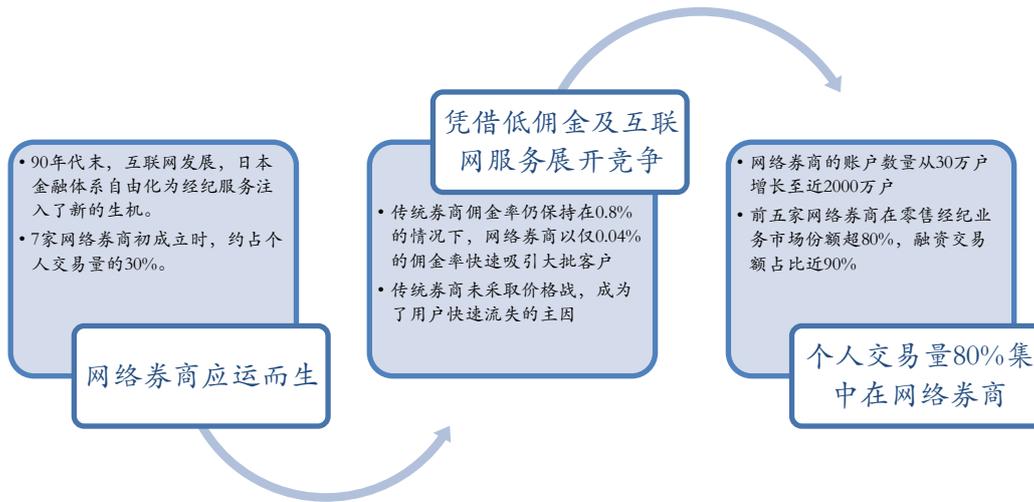
图 15：与传统券商 2016-2017 股票市场占有率增加值 (%)



数据来源：交易所，安信证券研究中心

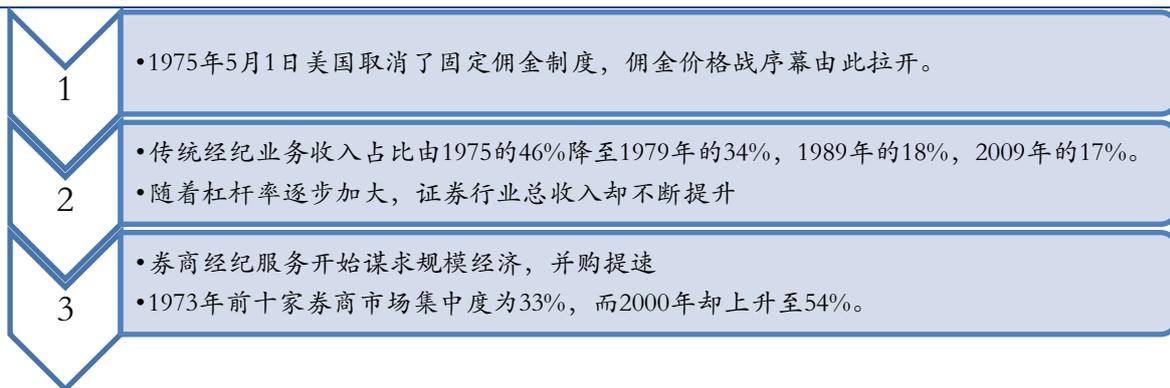
马太效应凸显，未来空间广阔。公司迅速蚕食股票经纪业务市场份额，我们可以从中隐隐看见成熟金融市场的前兆，马太效应将成为证券市场经纪业务的核心趋势。海外成熟证券市场中，经纪业务普遍有着极高的市场集中度。日本前五大网络券商占据了 80% 的个人投资者交易份额，当年正是凭借低至 0.04% 的佣金率，迅速抢夺个人交易份额。美国佣金自由化后，也同样经历了以嘉信理财为代表的折扣经纪商，以及以 E-trade 为代表的纯互联网券商引领的佣金价格战，不断为用户提供低价交易通道，市场集中度自此不断提升。1973 年前十家券商市场集中度为 33%，2000 年上升至 54%。同时，从成熟市场的经验来看，价格战让经纪业务收入的比重显著下降，但却为证券市场打开了更广阔的空间，财富管理业务的比重逐年提升。

图 16: 日本券商发展历程



数据来源：维基百科，安信证券研究中心

图 17: 美国券商发展历程回顾



数据来源：维基百科，安信证券研究中心

3. 二破服务模式，投顾服务“众包化”

3.1 散户为投顾服务埋单意愿强烈

普通投资者对投顾服务需求强烈，量价齐升造就广阔市场。目前券商主要停留在大量圈存用户的阶段，假设圈存格局已定，寻找用户的下一个需求增长点，将成为维持用户黏性的首要命题。普通投资者选择为证券交易资格支付较低的价格，但对于后续以投资顾问为主的增值服务却有着有极强的支付意愿。

其中，以软件工具为载体提供投顾服务是市场主流，如：腾讯战略投资的益盟操盘手。旗下主要产品是电脑端和手机端的操盘手软件，软件包含大盘解读、个股跟踪、免费诊股、益份报告等服务。其中，智能诊股可以为查询的股票打分，并给出是否继续持有的提示；策略选股功能则将根据一定的技术分析，根据股票特色、形态或异动为用户筛选出值得买入的股票。操盘手分为多种级别，其中最低配的【决策版】年卡为360元/年，而【智赢优股籍】价格则高达22800元/年。即使价格如此之高，2016年益盟操盘手的累计付费用户也超过了90万。

图 18: 益盟操盘手免费诊股页面



数据来源: 益盟操盘手官网, 安信证券研究中心

另一类是以益学堂为代表的线上授课投顾服务。益学堂邀请专业投资顾问为广大股民线上授课, 不仅有收费的高级班课程, 也有定期的公开课直播, 课程内容包含普遍的技术分析技术, 具体到某个股票的实战分析, 还有更为复杂的操盘知识体系。高级班课程单季度价格高达12800元, 享受每日高级班微信服务, 每周高级班课程及邮件、微信、电话等多项服务。平台上显示, 累计4000余人购买高级班课程。

除去益盟操盘手和益学堂, 市面上其他各种形式的投资顾问服务层出不穷。实时推送个股涨跌异动的牛股王、在各大论坛被碰上神坛的大V、超高互动活跃度的股评社区、付费进微信群获得独家投资讯息, 这一切都印证了广大股民们对投资顾问服务强烈的支付意愿, 面向散户个性化需求的投顾市场前景广阔。

图 19: 益学堂高级班收费及购买情况



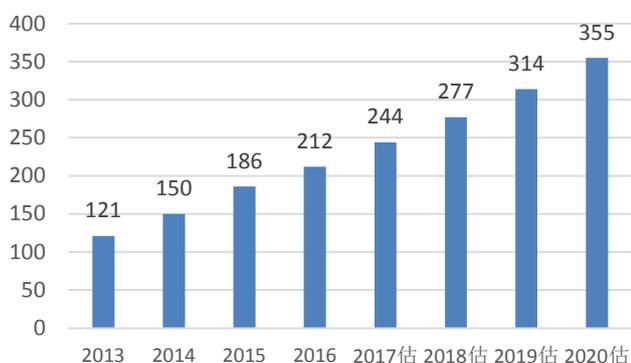
数据来源: 益学堂官网, 安信证券研究中心

3.2 唯有众包模式才能满足长尾需求

面对鳞次栉比的用户层次, 传统券商的投顾形式或将被取代。传统券商以人力运营, 投顾服务无法全面覆盖。根据中证协公布的数据, 2017年获得投资顾问牌照的从业人员共38008人,

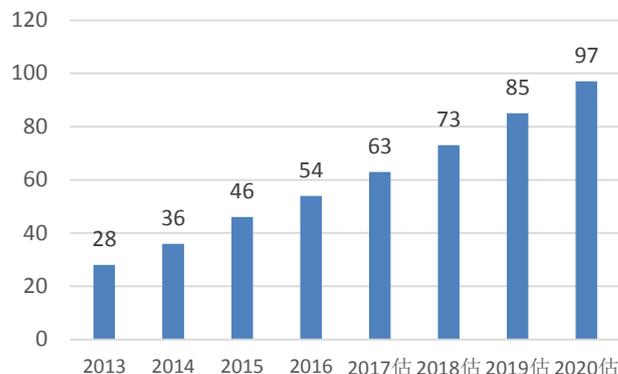
而中国股票投资者数量达 1.28 亿，平均一人需服务 3367 人，加上机构投资者需要的服务，传统券商的投资顾问根本无力运营。传统券商虽然已聘用海量的投资顾问，但相比浩瀚的散户市场，仍然无法覆盖。不仅如此，面对多元的用户层次和不同的风险偏好，投资顾问需要采取不同的沟通策略，分身乏术。

图 20：中国高净值家庭数量（万户）



数据来源：BCG，安信证券研究中心

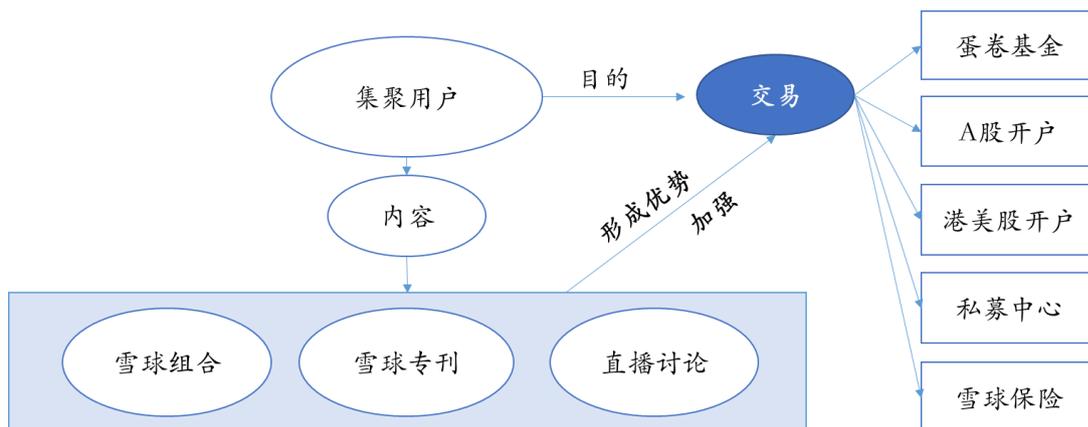
图 21：中国高净值家庭的可投资金融资产总额（万亿）



数据来源：BCG，安信证券研究中心

雪球众包模式应对差异化需求，或将给出解决方案。雪球的商业模式正是基于中国互联网的特殊性构建的，在交易和信息都无优势的情况下，提供平台培养用户变成核心价值，让用户创造内容。如“雪球组合”由股市大牛分享自己的投资策略组合，“雪球专刊”网罗用户从宏观到基本面的分析，而“直播讨论”更是给了所有用户实施参与交流的机会。用户可以自主地选择适合自己层次的交流对象，在形成用户价值和社交关系之后，雪球才最终导向核心交易环节，推出蛋卷基金等产品。雪球愿意花费几年时间培养用户，是因为这种商业模式不仅成本低，更关键的是每个用户都能找到自己最合适的投资顾问，在构建社交关系的过程中产生信用，基于交流的交易更牢固。

图 22：雪球商业模式解析



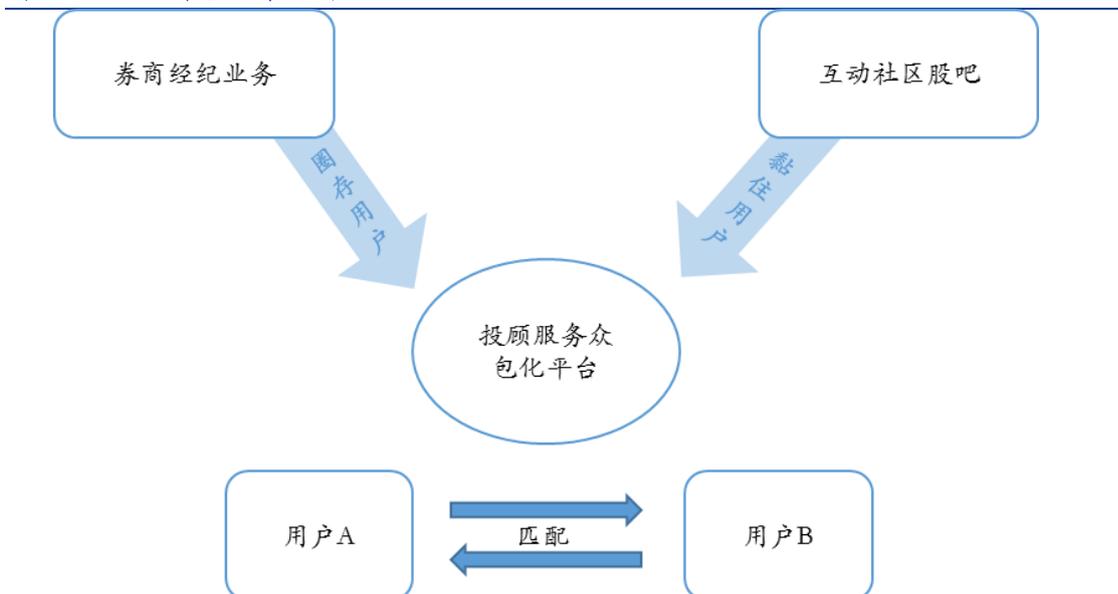
数据来源：雪球网，安信证券研究中心

平台成本优势明晰，不为策略对错担责。传统券商聘用海量的投资顾问，需为之提供高昂的职工费用，而众包化服务模式只需借助其强势的用户流量即可完成投资顾问角色的创造。同时，交易策略直接关乎金钱利益，散户对自己的风险承受能力往往没有准确的认知，一旦回撤超过心理接受范围，情绪波动难以预计，给专业投顾造成不可能的麻烦。平台不提供策略服务，在挖掘更大的投资顾问资源的同时，避免了非理性投资者的风险。

3.3 公司基于强大的互联网社区基因，构建众包化平台势在必行

起家业务为资讯平台和股吧，具有强大的社区基因。公司旗下最新设立浪客网络科技有限公司，也是把握时下的热点题材和用户心理，开展视频直播平台运营业务。这些都将有助于其继续积攒用户提升用户粘性和活跃度。公司的核心基因正是互联网社区，具备高黏性和活跃度，多元的消费者中已经诞生出丰富多样的社区角色。

图 23：众包化平台运作模式



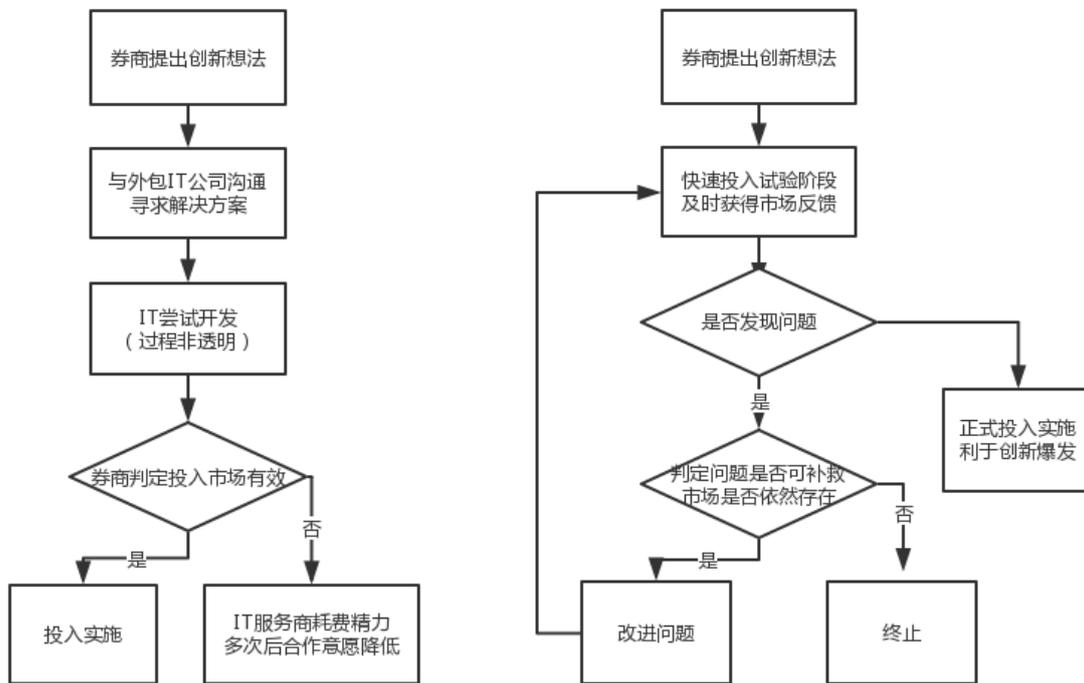
数据来源：安信证券研究中心

股吧基因孕育“人人皆投顾”。股吧是最大的 A 股社区之一，本身就是一种简化的投资顾问形式，如果能让每个人互相服务，那么就能打破传统券商投资顾问供不应求的局面。公司借低佣金的券商业务导入大量用户后，凭借股吧的强大社区基因，构建角色形成闭环生态，让社区中的一部分人服务另一部分人。随着众包体系的建立，公司作为基础设施建设者和社区秩序管理员，专注提供信息采集和决策辅助，交易策略则交由平台角色完成。用户基础和用户需求一旦确定，公司则存在着开辟另类渠道、发展增值服务的可能性，并进一步探索流量变现的方法。

3.4 工欲善其事，必先利其器：自主可控、敏捷迭代的 IT 系统

具有强互联网属性的社区生态，自主可控 IT 系统是关键。互联网发展数十年来，面向消费者的市场需求瞬息万变，公司必须确保 IT 系统自主可控且敏捷迭代。自主可控保证了公司对用户数据的直接获取，对用户信息的高度保密，对系统问题的及时处理；敏捷迭代则保证了公司能将创新想法快速付诸实施，愿意大量试错并即时做出精准判断，抢占新兴市场先机。

图 24：外包 IT 模式与自发迭代模式对比



外包 IT 模式自发迭代模式

数据来源：安信证券研究中心

IT 外包链条拉长，难以满足敏捷迭代的个性化设计。传统券商通常将平台系统外包给专业的 IT 技术公司。虽然专注金融行业的 IT 技术公司拥有丰富的行业经验和强大的技术储备，但是却难以满足个性化设计，对于新想法新尝试的沟通成本较高。公司即使看到用户新的需求点，也会因技术障碍而开发困难，无形中增加了许多链条。相比之下，拥有自己的 IT 技术支持则可以简化流程，加速创新生成。

自建 IT 公司在手，厚积薄发。公司现已设立南京东方财富信息技术有限公司，筹划自主开发 IT 系统，更加注重用户体验，把握先机蓄势待发。公司直接面向客户，拥有客户的第一手数据，相比专业 IT 企业更了解用户需求的变化情况，能挖掘出更多细分市场，及时响应需求的变化。如果有自主可控的 IT 系统支持，将避免移动端布局被抢占先机的局面再次出现，慢慢积累，拉开与传统券商全方位的差距。

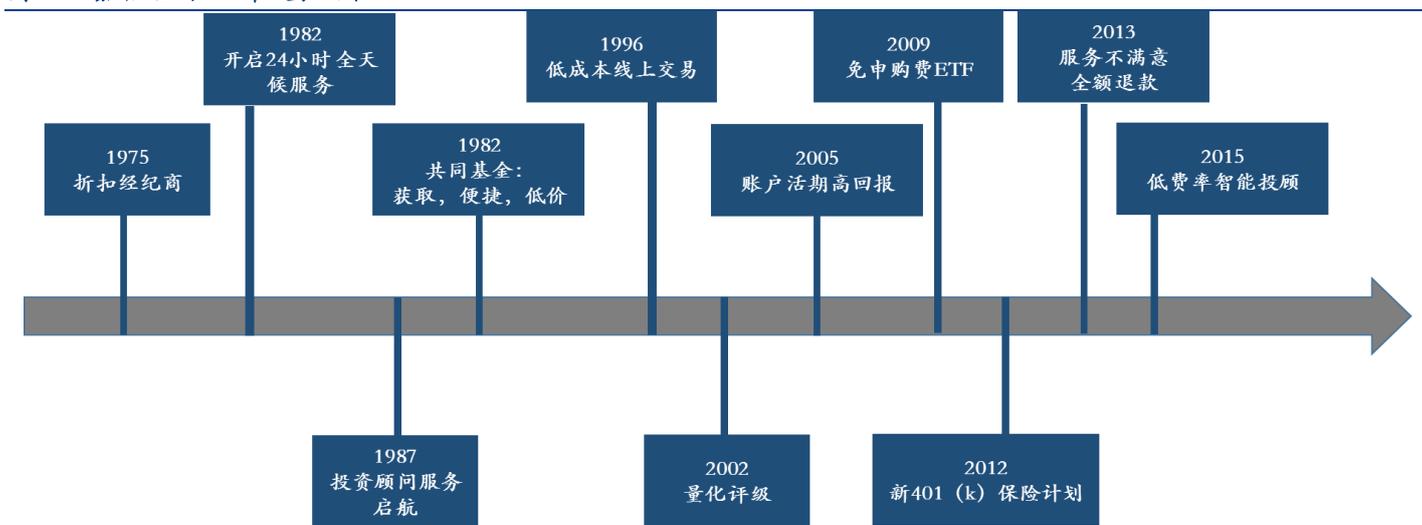
4. 破而后立，科技券商“生财之道”路径清晰

4.1 拓宽交易资格界限，发展平价金融服务

平价金融服务，下一个增长点。随着多种金融工具的上线，金融市场发展日趋完善，类金融服务将成为公司扩大市占率，获取稳定收益的重要一环。美国主打低价战略的互联网券商 E-trade 2016 年 59% 的净收入都来源于利息收入（主要为两融业务），仅有 23% 来源于经纪业务。被动指数基金/货币基金同样被作为标准化金融衍生工具，成为投资者投资组合中必不可少的部分。美国嘉信理财秉承为用户创造最大价值的宗旨，在用户需要处细细打磨，在用户漠视处精简成本。45 年来嘉信理财从最开始的折扣经纪业务到不断利用互联网优势推出低价服务，迈出一步又一步改造行业格局，低价服务引入用户，积累用户在增值服务创造价值。与之发展格局类似，公司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，为用户提供低价优质的融资融券业务、小额贷款、被动指数/货币基金等服务。

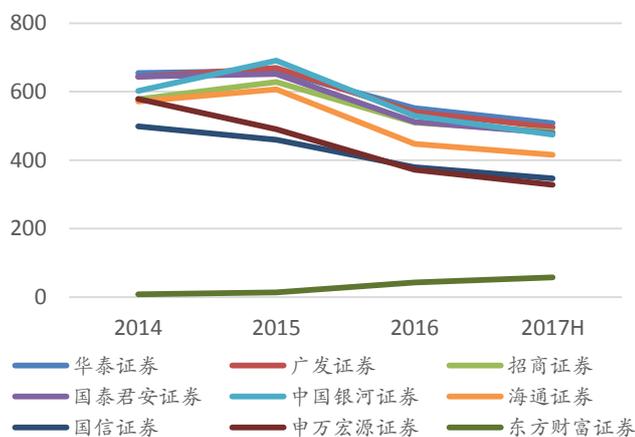
图 25：嘉信理财 45 年发展历程



数据来源：嘉信理财官网，安信证券研究中心

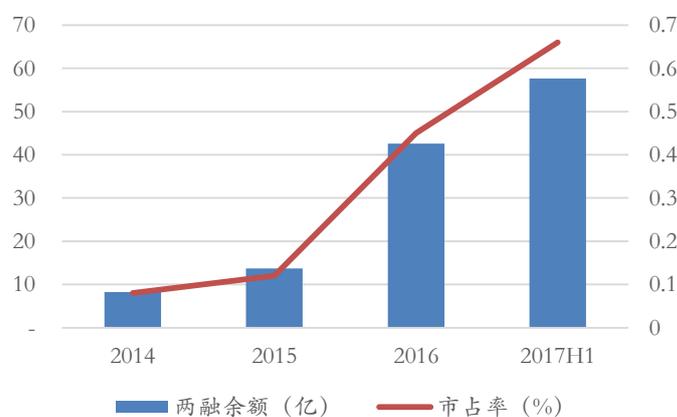
两融业务低利率先一步展开强势竞争。公司在2017年5月将融资利率从8.35%下调至6.99%，而当前百家券商中有57家融资利率坚守8.35%的水平，30家为8.6%，公司的融资利率与其他券商拉开了很大差距。低价策略效果显著，在2017年以来两融总规模下降趋势中，传统券商两融余额大幅下降，但公司的两融余额保持逆势增长。2017年上半年度两融余额为57.68亿，同比增长287.1%，市占率由去年同期的0.17%上升至0.66%。

图 26：2014-2017H 各券商两融余额变化（亿元）



数据来源：wind，安信证券研究中心

图 27：2014-2017H 公司两融余额及市场份额变化



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

低利率背后有雄厚的资金保障。低利率不仅源于公司的财力雄厚，也源于其对资本运作的重视，为两融、信用业务大力注入资金。同时，据公司公告测算，公司通过发行可转债、自有资金增资、发行次级公司债等多种途径增加东方财富证券的营运资金，合计约150亿。雄厚的资金实力也成为公司提供股权质押业务的保障。

切入被动指数基金工具。货币基金或指数化基金可作为投资的基础工具，且容易切入。公司设立了基金管理子公司，下一步是为投资者提供低价高效的被动指数基金工具，丰富普通投资者可以使用的金融层次。同时公司在基金代销领域，基金数量及种类丰富度排名第一，天天基金网用户日均流量达533.78万，为基金管理业务的发展打开销售渠道。

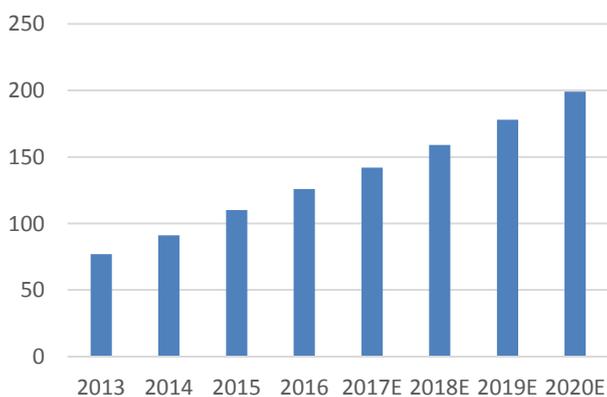
“**征信+保险代销+股权质押+小额贷款+……**”牌照相继落地，打通金融产品全领域。公司设立东额小贷，涉足互联网金融。虽然中国如今已经发展出近万家小额贷款企业和超过万亿的贷款规模，但是和超过百万亿的社会总融资规模相比，体量还较小，还存在很大的发展空间。公司拟投资设立东方财富征信有限公司，为开展更大范围的互联网金融服务奠定信用数据基础；而保险代销费率较高，打开保险代销渠道能够迅速提升公司盈利能力。

4.2 智能化与众包化驱动财富管理

中国银行业规模数十倍于证券业，巨大资产等待挖掘。资产配置由存款、基金、债券、黄金、外汇、商品等组成，券商目前掌握的用于购买高风险属性的股票的资金仅仅是投资者资产配置的一小部分。中国居民的资产配置中，受传统消费观念的支配，存款比例最高，这造就了中国银行业去年工商银行一家银行的净利润即可超过整个证券行业的利润。根据 2016 年银保监会的大类数据，中国银行业资产总额 232.25 万亿元，证券公司总资产则仅有 4.37 万亿元，银行业规模是证券业的近 53 倍。这和美国的金融市场有着天壤之别，美国投资银行管理着巨大的资产，市值与传统银行业平起平坐。尤其是以美林证券和嘉信理财为代表崛起的财富管理行业，是美国金融体系构成变化的一个缩影。

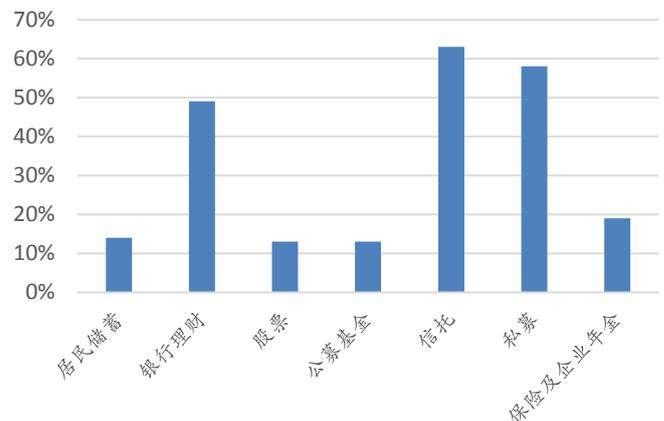
资产配置模式已经发生转变，基金代销只是冰山一角。随着利率市场化进程的推进，中国刚性兑付的局面也将逐渐被打破，金融产品再定价趋势凸显，以银行存款为代表的低风险金融产品的收益将会显著下降。根据 BCG 发布的《中国私人银行 2017》报告中，2016 年中国个人可投资金融资产规模稳居世界第二，达 126 万亿。2007-2016 年居民储蓄比例已经在不断下降，银行理财、信托和私募的规模增长迅速。2016 年基金管理公司和其他 13 家具有公募牌照的资产管理机构管理的公募基金仅有 9.16 万亿元，因此，公司的基金代销业务只是泛财富管理中微小的一部分。随着低风险偏好的资金从银行流出，未来财富管理的空间巨大。

图 28：中国个人可投资金融资产总量（万亿）



数据来源：BCG，安信证券研究中心

图 29：中国个人可投资金融资产的产品种类金额 2007-2016 年化增长率 (%)



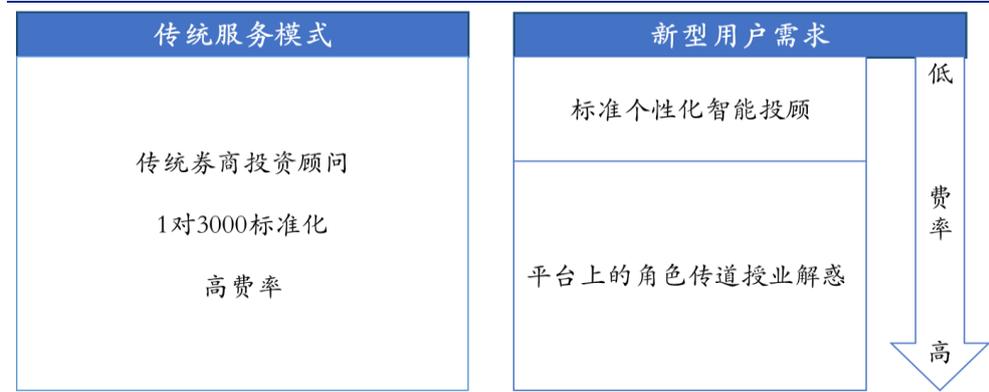
数据来源：BCG，安信证券研究中心

规模经济的智能投顾结合千人千面的众包化服务，新型市场开启。可量化风险下较高收益的大类资产配置的投资顾问服务正逐步受到青睐。但是，这种资产配置具有一定的难度系数，普通投资者往往难以完成。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。

传统机构优势不复存在，用户才是最核心优势。传统机构的优势在于两方面，专业人才优势

与口碑加成。但是在有智能投顾加入的新型商业链条中，传统机构的优势不复存在，难以大面积覆盖和高费率都将成为导致用户撤离的致命弱点。公司拥有接近 200 万的炒股用户，预计规模还将继续快速增长。根据中国人民银行最新统计数据显示，2017 年 6 月个人存款总计 642932 亿元，人均存款约为 46000 元，若能借助智能投顾服务深度绑定这 200 万用户，就是近 1000 亿的市场。

图 30：传统与新型模式对比



数据来源：安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值

互联网券商 2.0 时代，服务取代标准化交易，成为最核心的环节；券商依靠互联网向服务的渗透，使得强客户运营能力成为取胜关键。我们基于以下三点，看好公司盈利高增长，并认为其市值待重估：1) 公司流量优势明显，证券业务正逆势高速扩张，并不断探索互联网金融服务新模式，待巨额流量充分变现，收入端成长空间非常大；2) 作为互联网券商，其费用端具有边际成本递减属性，待收入端充分打开，净利率有望提升；3) DAU、MAU 等指标领先绝大多数券商，但现有单用户 ARPU 值及单用户市值处行业绝对低位。本章中，我们将首先对公司 2017-2019 年盈利进行预测，并说明市值重估的逻辑。

5.1 盈利预测

收入端预测：公司现有业务可分为券商业务及非券商业务（包括基金代销、数据及广告服务等）两类；基于公司互联网券商战略转型的坚定不移以及过去 1 年内其证券业务的逆势扩张，未来 3 年内，券商业务无疑将成为公司收入端增长的重点。由此，券商业务估算成为收入端预测重点，而对于非券商业务，我们仅给予 2017-2019 年同比下降 27%（同 2017 年 H1 增速），同比上升 20%，同比上升 20% 的粗略估算（考虑到公司两类业务协同作用及在保险、征信等互联网金融方面布局），并对 2018-2019 年该项业务营收假设对公司总营收、净利润影响做敏感性分析（若 2018-2019 年该项业务同比持平，对现估算净利润影响分别为 4.6%、8.2%）。

证券业务来源主要为两项：手续费及佣金净收入及利息净收入。

首先是手续费及佣金净收入，经纪业务净收入为其最重要部分，公司历史数据占比平均在 80% 左右。经纪业务净收入等于两市股票成交额*公司市占率*净佣金费率，各项假设如下：1) 两市股票成交额：预计 2017 年全年同比增速与 2017H1 同比增速相同，即同比下降 18.7%，计算出 2017 年全年两市股票成交额为 2071827 亿，并认为未来 3 年市场行情较为平稳，即 2018-2019 年两市股票成交额基本不变；2) 公司市占率：2016 年市占率 0.85%，2017 年上半年公司各月市占率环比增速较为稳定，约在 100% 左右，我们推算全年市占率约为 1.70%。由此预测 2018、2019 年市占率分别为 2.4%、3.0%；3) 净佣金费率：几乎等于公司佣金率，即万 2.5。基于以上三项估算出经纪业务净收入后，除以 80%，得出公司各年手续费及佣金净

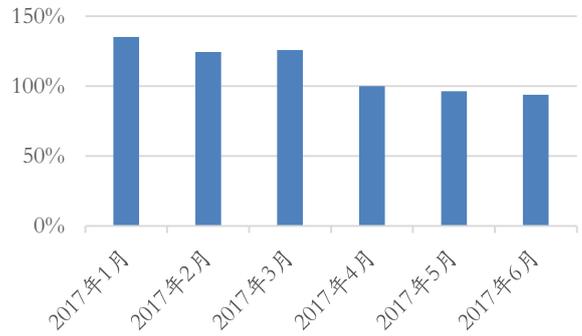
收入，分别为 110066 万、155387 万、194234 万。

图 31：两市股票交易额基本平稳



数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 32：公司 2017H1 各月股票交易市占率环比增速情况



数据来源：Wind，安信证券研究中心

公司利息净收入以两融业务为代表，其净收入历史占比在 40% 左右，且比较稳定。两融业务净收入可以用各年两融市场平均余额*市占率*利率差得出，各项假设如下：1) 两融平均余额：自 2016 年 1 月至今，市场两融余额基本在 8500 亿-9500 亿波动，较为稳定；随股民交易需求增加，未来 3 年市场两融余额整体会有上升趋势，我们给予 2017-2019 年年末保守估计 9000 亿、9000 亿、10000 亿；2) 公司市占率：由于经纪业务对券商业务的入口效应，各家券商两融市占率与经纪业务市占率有明显相关关系，2016 年股票成交额市占率在 1.5% 左右的兴业、平安、东方两融市占率同在 1.5% 左右，股票成交额市占率在 2.5% 的光大、中泰两融市占率同在 2.5% 左右；但考虑到交易账户 6 个月后才能开两融账户的规定，我们给予公司两融市占率滞后于经纪业务的增长；参考 2016 年、2017H1 市占率 0.45%、0.66%，给予 2017-2019 年 0.9%、1.3%、1.8% 的假设；3) 利率差：根据公司两融业务利率（上调前 5.99%、上调后 6.99%）及资金成本率，给予 3% 利率差假设。得出公司 2017-2019 年利息净收入估算 44809 万、74250 万、111375 万。

成本端分析：公司成本端主要有三项：营业成本、管理费用、销售费用。1) 营业成本：由于券商业务报表直接记录净收入，公司营业成本主要来自于非券商收入，毛利率给予持平假设，即 86%；2) 管理费用：由于公司与传统券商不同，其互联网券商业务开展主要依赖于线上，无需因客户规模扩大大幅增加人员及场地投入，观察 2017H1 报表即可发现其管理费用端已基本持平，故给予 2017-2019 年管理费用持平假设；3) 销售费用：由于广告等宣传投入需求，根据 2016-2017 年报表数据给予假设，2017-2019 年销售费用同比均 30% 增长。

其他各项。除营业外收入需刨除 2016 年获取的大额政府补助影响、给予历史均值假设外，其他财务报表项目做持平假设。据此得出 2017-2019 年公司净利润分别为 6.69 亿、13.09 亿、19.42 亿。

表 2：公司未来三年盈利预测关键假设及主要项目预测结果

	2016	2017E	2018E	2019E	备注
两市股基成交 (亿)	2,547,468	2,071,827	2,071,827	2,071,827	2017 年同比下降 18.7% (参考 2017H1)，其余做持平假设
市占率 (全年)	0.85%	1.70%	2.40%	3.00%	据 Wind 及 eversight.ai, 2017 年上半年，公司 APP 平均月活为 544.55 万，股票成交额市占率为 1.40%；同期华泰证券 APP 平均月活为 633.44 万，股票成交额市占率为 7.58%。
净佣金费率		万分之 2.5			与佣金费率相同
代理买卖证券净收入/手续费及佣金净收入		80%			

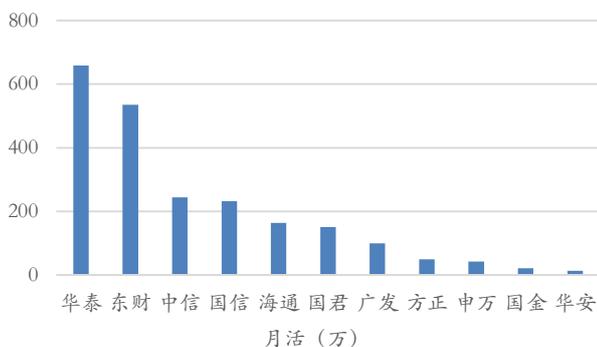
两市两融平均余额 (亿)	9392	9000	9000	10000	
市占率 (年末)	0.45%	0.90%	1.30%	1.80%	
两融利差		3%			
两融净收入/利息净收入		40%			
券商业务收入合计 (万)	114,877	154,875	229,637	305,609	手续费及佣金净收入与利息净收入加总
非券商业务收入增速		-27%	20%	20%	2017 年同比增速与 2017H1 相同
非券商业务收入合计(万)	120,305	87,698	105,237	126,285	敏感性分析: 若对 2018-2019 年做持平假设, 对总营收影响分别为 5%, 9%; 对净利润影响分别为 5%, 8%。
收入合计 (万)	235,182	242,573	334,874	431,894	
毛利率		86%			基本稳定
销售费用同比增速		30%	30%	30%	同比 2017H1 增速
管理费用		持平			互联网公司属性及历史财报数据
净利润(万)	71377	66866	130871	194154	

数据来源: 安信证券研究中心

5.2 市值待重估

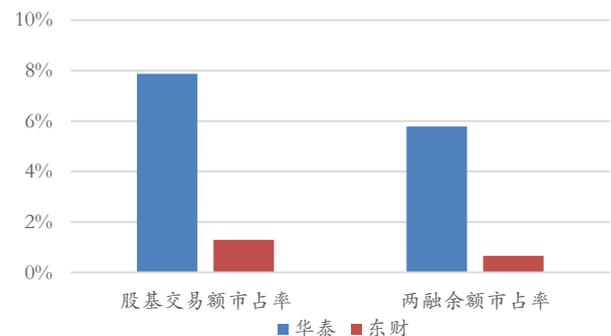
DAU、MAU 仅次于华泰，用户规模遥遥领先。公司移动端 APP 日活、月活远超传统券商平均水平，仅次于传统券商互联网转型代表华泰证券。据 eversight.ai 数据，2017 年 6 月，东方财富 APP 月活为 536.14 万，同期华泰证券 APP 涨乐财富通月活为 577.80 万，两者用户规模遥遥领先于其他传统券商。互联网券商时代，券商以运营客户为核心，用户规模即为入口，运营能力即为上升空间。公司为流量巨头，经纪、两融业务市占率正逆势上升，且对标用户规模相差不大的华泰证券仍处低位；流量巨头转型互联网券商，潜在客户转化加之客户运营，其流量变现具备极大潜力。

图 33: 公司移动端 APP 用户规模遥遥领先



数据来源: eversight.ai, 安信证券研究中心

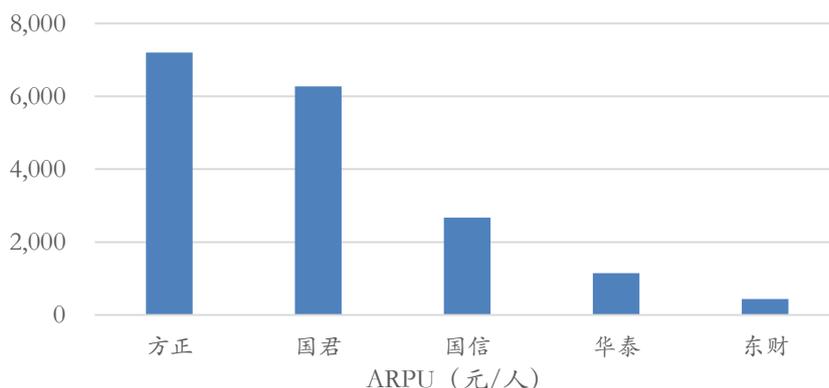
图 34: 经纪、两融业务上升空间较大



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

ARPU 处行业绝对低位，业绩弹性大。公司现有业务大体分为券商、基金代销、数据及广告服务三类，虽盈利方式不同，但本质均为基于 C 端客户运营获取收入。据此，我们将传统券商业务进行拆分，主要提取经纪业务、两融业务两项 To C 业务，并根据财务报表“代理买卖证券款”、“融出资金”项中个人占比进行 C 端收入贡献测算，计算出各券商 To C 收入，再除以年度平均月活，得出 To C ARPU 值。我们选取不同规模的 10 家券商（国君、申万、海通、广发、国信、国金、中信、华安、华泰、方正）作为代表进行 To C 营收占比计算，并选择华泰、国君、国信、方正四个规模不同且 2016 年 To C 营收占比较大的券商，计算 2016 年各家券商与东财 ARPU 值。2016 年，东财 C 端客户 ARPU 仅为 439.80 元/人，处于行业绝对低位。

图 35：2016 年公司 ARPU 值处于行业低位

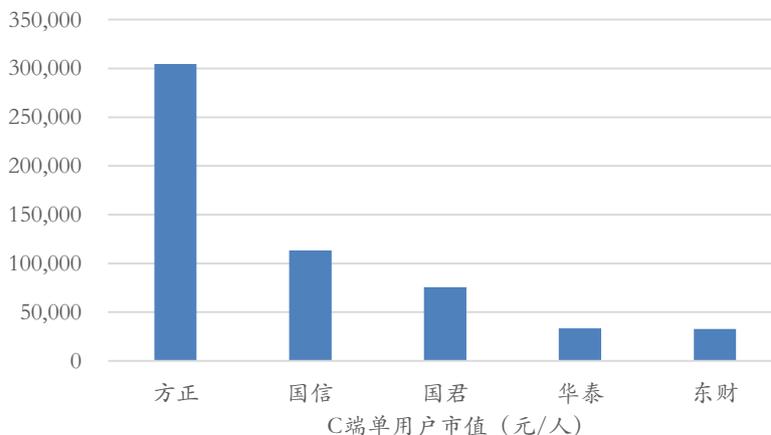


数据来源：公司公告，eversight.ai，安信证券研究中心

单位 C 端客户市值偏低，价值待重估。 券商 2.0 时代，客户运营能力为先；基于公司用户转化、ARPU 上升及净利率提升带来的业绩高增长性，我们认为，传统券商估值体系理应重塑。观互联网券商成功案例嘉信理财，其市盈率约为高盛、摩根士丹利等传统券商的 2 倍，就是其市值对于业绩高增长性的有力体现。据此，我们以单客户市值为新估值参考指标，根据 To C 收入估算结果，同样选取华泰、国君、国信、方正四个规模不同且 2016 年 To C 营收占比较大的券商进行 To C 市值计算。

估值测算逻辑如下： 1) 按照 To C 业绩分拆逻辑获得 To C 营收及非 To C 营收占比；2) 针对券商拥抱互联网转型程度对 To C 营收给予估值溢价及折价：以华泰证券为代表，紧跟“券商+互联网”浪潮的券商给予 To C 市值更高权重，参考嘉信理财假定权重为 2；国君、方正由于移动端月活体量低于股基市占率情况，认为其拥抱互联网程度较差，给予 To C 市值折价，为 -0.2（参考传统估值中经纪、两融业务相对其他的估值分部情况）；国信线上客户规模与经纪市占率较为对应，给予中间的 To C 市值权重 0.5。计算 2016 年上述 6 个券商 To C 市值后，我们发现东财、华泰等互联网券商相对传统券商单客户市值明显偏低；券商 2.0 时代，公司为代表的互联网券商由于用户规模大、运营客户能力强，业绩弹性极大，市值有望重估。

图 36：以单用户市值为指标，互联网券商存在明显低估



数据来源：Wind，eversight.ai，安信证券研究中心

6. 投资建议

公司是国内领先的互联网金融企业，业务正从证券、基金不断拓展，拥有突出的数据优势、

技术优势以及客户优势。依靠更低廉成本及更优质服务，公司互联网券商优势已现；依托强客户运营能力，致力于打造互联网金融生态圈，其流量变现只是开始。预计 2017、2018 年 EPS 为 0.16、0.31 元，维持“买入-A”评级，6 个月目标价 16 元。

7. 风险提示

- 1) 证券市场景气度未及预期；
- 2) 互联网券商市场竞争加剧。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,925.9	2,351.8	2,425.7	3,348.7	4,318.8	成长性					
减:营业成本	324.1	323.1	339.6	468.8	604.6	营业收入增长率	378.1%	-19.6%	3.1%	38.1%	29.0%
营业税费	45.6	51.8	26.7	40.2	51.8	营业利润增长率	988.7%	-68.4%	1.5%	101.8%	50.8%
销售费用	202.5	266.0	345.9	449.7	584.3	净利润增长率	1015.5%	-61.4%	-6.3%	95.7%	48.4%
管理费用	394.4	1,113.7	1,113.6	1,113.8	1,113.8	EBITDA 增长率	1238.2%	-64.4%	-9.4%	102.8%	51.8%
财务费用	-108.4	-66.5	-71.2	-87.2	-92.8	EBIT 增长率	1392.2%	-70.0%	0.9%	111.2%	53.8%
资产减值损失	18.2	17.2	13.9	16.4	15.8	NOPLAT 增长率	1412.9%	-68.5%	1.7%	111.2%	53.8%
加:公允价值变动收益	22.4	-25.0	-25.0	-25.0	-25.0	投资资本增长率	151.6%	-149.1%	-91.8%	121.1%	129.7%
投资和汇兑收益	39.0	45.8	45.2	45.3	45.3	净资产增长率	335.0%	56.9%	9.4%	7.7%	10.1%
营业利润	2,110.9	667.4	677.4	1,367.2	2,061.5	利润率					
加:营业外净收支	60.1	130.8	64.8	85.2	93.6	毛利率	88.9%	86.3%	86.0%	86.0%	86.0%
利润总额	2,170.9	798.2	742.2	1,452.4	2,155.1	营业利润率	72.1%	28.4%	27.9%	40.8%	47.7%
减:所得税	322.4	85.7	74.2	145.2	215.5	净利润率	63.2%	30.3%	27.6%	39.1%	45.0%
净利润	1,848.6	713.8	668.6	1,308.5	1,941.5	EBITDA/营业收入	69.6%	30.8%	27.1%	39.8%	46.8%
						EBIT/营业收入	68.4%	25.5%	25.0%	38.2%	45.6%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	27	167	262	186	142
货币资金	12,248.7	9,694.1	13,161.8	13,794.2	14,889.5	流动营业资本周转天数	-719	-895	-536	-503	-348
交易性金融资产	1,967.5	1,172.5	1,046.7	1,395.6	1,204.9	流动资产周转天数	1,581	3,168	3,080	2,380	2,060
应收帐款	1,779.9	1,956.0	1,396.9	3,577.2	2,615.2	应收帐款周转天数	212	286	249	267	258
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数		10	14	5	6
预付帐款	59.4	67.5	26.6	116.7	79.9	总资产周转天数	1,840	3,882	3,864	2,939	2,490
存货	-	134.9	47.3	39.7	109.9	投资资本周转天数	-475	-215	218	38	67
其他流动资产	3,688.5	8,621.3	4,183.4	5,497.7	6,100.8	投资回报率					
可供出售金融资产	97.9	96.6	74.2	89.6	86.8	ROE	22.6%	5.6%	4.8%	8.6%	11.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.8%	2.6%	2.7%	4.4%	6.4%
长期股权投资	266.3	305.8	305.8	305.8	305.8	ROIC	-77.6%	-9.7%	20.1%	520.1%	361.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	395.6	1,780.7	1,748.2	1,714.7	1,680.4	销售费用率	6.9%	11.3%	14.3%	13.4%	13.5%
在建工程	19.1	29.3	24.9	21.1	18.0	管理费用率	13.5%	47.4%	45.9%	33.3%	25.8%
无形资产	186.7	68.3	59.8	50.5	40.2	财务费用率	-3.7%	-2.8%	-2.9%	-2.6%	-2.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	16.7%	55.8%	57.2%	44.1%	37.2%
资产总额	23,733.5	26,985.9	25,080.0	29,604.7	30,130.8	偿债能力					
短期债务	-	73.6	-	-	-	资产负债率	65.5%	52.5%	44.0%	48.9%	44.7%
应付帐款	840.5	893.1	88.7	1,632.0	772.0	负债权益比	190.3%	110.3%	78.6%	95.7%	80.9%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.31	1.56	1.85	1.73	1.90
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.31	1.55	1.84	1.73	1.89
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-18.48	-9.03	-8.51	-14.68	-21.22
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	15,556.7	14,154.7	11,036.8	14,477.0	13,472.2	DPS(元)	0.04	0.03	0.04	0.06	0.09
少数股东权益	7.5	6.1	5.5	4.2	2.2	分红比率	10.0%	19.9%	24.6%	18.2%	20.9%
股本	1,853.9	3,558.3	4,288.8	4,288.8	4,288.8	股息收益率	0.3%	0.2%	0.3%	0.4%	0.7%
留存收益	6,315.3	9,267.0	9,748.9	10,834.8	12,367.6						
股东权益	8,176.8	12,831.2	14,043.2	15,127.7	16,658.6						

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	1,848.5	712.4	668.6	1,308.5	1,941.5	EPS(元)	0.43	0.17	0.16	0.31	0.45
加:折旧和摊销	36.7	139.9	50.3	51.5	52.7	BVPS(元)	1.90	2.99	3.27	3.53	3.88
资产减值准备	18.2	17.2	-	-	-	PE(X)	30.9	79.9	85.3	43.6	29.4
公允价值变动损失	-22.4	25.0	-25.0	-25.0	-25.0	PB(X)	7.0	4.4	4.1	3.8	3.4
财务费用	-0.5	39.6	-71.2	-87.2	-92.8	P/FCF	9.7	-7.9	21.0	46.8	43.5
投资损失	-19.1	-41.6	-45.0	-45.0	-45.0	P/S	19.5	24.3	23.5	17.0	13.2
少数股东损益	-0.1	-1.3	-0.7	-1.3	-1.9	EV/EBITDA	40.6	68.4	65.4	31.6	20.3
营运资金的变动	4,878.9	-11,802.4	2,502.5	-312.3	-680.4	CAGR(%)	-10.9%	39.6%	59.2%	-10.9%	39.6%
经营活动产生现金流量	547.4	-4,227.9	3,079.5	889.3	1,149.1	PEG	-2.8	2.0	1.4	-4.0	0.7
投资活动产生现金流量	9,161.2	-1,817.6	213.2	-299.2	258.4	ROIC/WACC	-4.7	-0.6	1.2	31.4	21.9
融资活动产生现金流量	-42.7	4,104.4	175.0	42.3	-312.2	REP	3.2	-31.1	159.6	2.7	1.7

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B—较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、孙雨轩声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号 3 楼

邮编： 200122

北京市

地址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034