

从个人与机构客户结构拆分模型看 券商经纪业务演变趋势与估值逻辑

——证券行业专题报告

2019年01月21日

看好/维持

非银行金融专题报告

投资摘要:

我们试着从证券公司经纪业务的商业逻辑细节入手,自下而上拆解上市券商的个人和机构客户结构。我们借由信用账户和普通经纪账户仓位水平的一致假设,来反推出各券商个人和机构客户普通经纪账户中的持股市值,从而最终得到某家券商的个人和机构持股结构情况。通过和证券业协会公告的总量数据进行比对来评估模型的准确性:30家上市券商中有22家券商的平均测算偏离度在50%以内,16家券商在30%以内,7家券商在20%以内。

客户结构视角一:为何18年以来经纪业务机构化愈发重要?在个人客户高换手的市场环境下,主要的交易量由个人客户贡献,佣金率反映的更多的是个人客户侧的水平,券商机构客户持股市值占比的影响比较微弱。当个人客户的换手下降到临界值,机构客户的持股占比对佣金率的影响将逐渐提升。因此我们可以认为2018年是一个分水岭,在该年的市场环境下,机构客户持股市值占比成为对券商经纪业务佣金率水平的显著影响变量。

客户结构视角二:财富管理转型下的券商P/AUM估值初显。我们发现目前上市券商的P/AUM水平与机构客户持股市值占比呈现明显的负相关,说明市场对于转型财富管理的预期,主要在于个人持股市值的高低——券商的个人持股市值占比越高,市场预期该券商的潜在AUM价值越大。个人交易型客户向财富管理客户转型的预期更好,市场给予更高的P/AUM估值。

投资策略:我们用自下而上的方式,拆解券商个人和机构客户持股市值结构:

- ◆ 2018年为机构化元年,未来机构持股市值占比在中性市场条件下将长期看涨,从而带动目前经纪业务的佣金率水平出现长期向上拐点。未来行业经纪业务的竞争核心将不再是佣金价格。
- ◆ 市场目前实际上已经开始对证券公司的财富管理转型给予了一定预期,逐渐向P/AUM估值切换中。高个人客户持股市值占比的券商,未来随着市场客户换手率的下降,若未顺利推进财富管理转型,将承受估值下降的压制。

因此,我们推荐机构客户基础雄厚的中信证券和同时具备高个人客户持股市值占比且换手率较低的华西证券,未来P/AUM估值向上弹性更大。

风险提示:测算模型假设失效、市场波动导致数据异常模型失效、机构经纪业务开展不及预期、财富管理转型进展不及预期

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
中信证券	0.94	1.1	1.16	17	15	14	1.3	强烈推荐
华西证券	0.49	0.4	0.41	23	23	23	1.36	推荐

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号:

S1480510120012

研究助理:安嘉晨

010-66554014

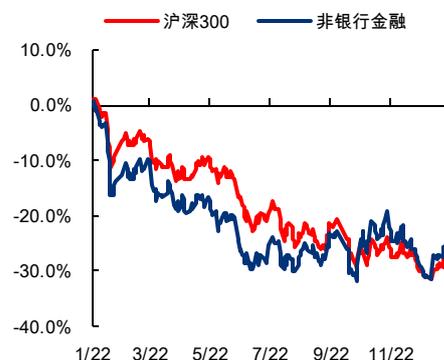
anjc@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

股票家数	63	1.77%
重点公司家数	-	-
行业市值	46551.48 亿元	9.15%
流通市值	29262.17 亿元	7.95%
行业平均市盈率	17.49	/
市场平均市盈率	13.70	/

行业指数走势图



资料来源:东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《非银行金融行业报告:证券板块19年开门红 风险偏好驱动持续看好短期中小券商高贝塔行情》2019-01-08
- 2、《非银行金融行业报告:2019年上半年看好中小券商的风险偏好驱动行情 持续推荐高贝塔属性标的》2019-01-03
- 3、《非银行金融行业报告:IFRS9加大明年上市券商业绩波动 基本面压力下关注风险偏好率先破局》2018-12-25
- 4、《非银行金融行业报告:2019年看好券商PB-ROE由水平向上倾斜过程中的投资机会》2018-12-18

目 录

1. 从信用账户估算券商个人和机构客户持仓市值的方法	3
1.1 券商资产负债表的经纪业务逻辑	3
1.2 券商经纪业务个人和机构客户持股市值拆分模型	4
1.2.1 第一步：测算信用账户个人和机构客户持股市值	4
1.2.2 第二步：计算账户余额/持股市值比例作为仓位水平代理变量	5
1.2.3 第三步：反推普通经纪账户个人和机构客户持股市值	7
1.3 测算结果准确性评估较为理想	7
2. 客户结构视角一：为何 18 年以来经纪业务机构化愈发重要？	9
3. 客户结构视角二：财富管理转型下的券商 P/AUM 估值初显	11
4. 投资策略	13
5. 风险提示	13

表格目录

表 1: 测算结果准确性评估：估算偏离度	8
表 2: 各上市券商历年客户整体换手倍数测算	10
表 3: 2018H1 估算各券商 P/AUM 估值情况	11

插图目录

图 1: 客户信用账户余额结构和维持担保比例推导	5
图 2: 信用账户仓位水平测算	6
图 3: 上市券商信用账户个人和机构客户平均账户余额/持仓水平	6
图 4: 信用账户的仓位水平与普通账户仓位水平对应关系	7
图 5: 2018H1 平均佣金率与机构客户持股占比关系	9
图 6: 2017 平均佣金率与机构客户持股占比关系	9
图 7: 2018H1 估算换手倍数与机构客户持股占比关系	10
图 8: 2017 估算换手倍数与机构客户持股占比关系	10
图 9: 券商 P/AUM 与机构客户持股市值占比关系	13
图 10: 券商 P/AUM 与客户换手倍数关系	13

1. 从信用账户估算券商个人和机构客户持仓市值的方法

1.1 券商资产负债表的经纪业务逻辑

经纪业务是证券公司最为重要的业务之一，但由于其较高的波动性和极度依赖市场行情的特点，往往在研究的过程中难以对其进行自下而上的研究分析。在预测市场交易总量方面尚难以准确把握的情况下，拆解单个证券公司的经纪业务结构和预测其演变方向，尚较少有市场共识的方法。

区别于市场常用的自上而下的方法，本次专题我们试着从证券公司经纪业务的商业逻辑细节入手，通过搭建模型，自下而上拆解上市券商的个人和机构客户结构，从而给研究标的的经纪业务演变和估值逻辑提供一种新的视角。

首先我们需要明确券商资产负债表上是如何记录其经纪业务商业流程：

- ◆ 证券公司的资产负债表也同样有着类似银行的“表内”与“表外”的业务逻辑。券商经纪业务的“表内”，指的是客户在证券账户中存入资金，券商负债端增加“代理买卖证券款”科目，同时资产端货币资金增加客户资金。
- ◆ “代理买卖证券款”的增加实际上并不是证券公司自身增加杠杆，通常在评估券商资产负债水平时会进行剔除。
- ◆ 当经纪业务客户买入股票时，可以视作券商资产负债表的一种“出表”。所用的买入资金，将同时减少券商资产负债表的“代理买卖证券款”和资产端客户资金。

以上简单流程是普通经纪业务的资产负债表逻辑。另外一个非常重要且重要的是信用业务逻辑——而这也是我们为了测算客户结构的估算核心：

- ◆ 当客户开立了信用账户之后，存入信用账户的资金（保证金）将在券商资产负债表的“代理买卖证券-信用业务”中体现，同时增加券商资产端的货币资金。
- ◆ 当客户在信用账户中进行融资买入时，券商根据客户的账户中的担保物价值和买入证券的折算率，确定客户可融入资金的上限。客户根据需要，可买入超过原来存入保证金价值的证券金额。此时券商资产负债表的变化可理解拆分成三步：首先资产端减少了货币资金，增加了“融出资金”；随后，负债端增加了“代理买卖证券款-信用业务”，资产端增加了货币资金。最后，客户融资买入了股票，此时负债端“代理买卖证券款-信用业务”减少，同时资产端货币资金减少。
- ◆ 合并以上三个步骤，实际上客户在信用账户融资买入股票时，券商资产负债表的变化为：减少自有货币资金，增加了“融出资金”。

从实际业务的角度来看，信用业务客户几乎很少会因为融资买入而在券商资产负债表上留下“代理买卖证券款-信用业务”的痕迹。几乎是同时完成了买入证券而“出表”。

因此，我们可以认为券商资产负债表中的“代理买卖证券款-信用业务”的记账金额有以下两个来源：

- ◆ 客户在信用账户里存入现金作为保证金（类似普通经纪业务的银证转账）；
- ◆ 客户进行融券，从券商借入股票并卖出，此时在客户的信用账户中会增加因卖出股票而得到的现金。在券商资产负债表中的体现也就是负债端增加了“代理买卖证券款-信用业务”，同时资产端增加货币资金。

至此，我们已经梳理了证券公司普通经纪业务和信用业务的商业逻辑，以及对应证在证券公司资产负债表上的科目变动。那么我们可以在此基础上，增加一定的假设条件来估算出证券公司客户中，个人和机构客户的持股市值占比结构。从而对券商经纪业务的演变和估值进行更深入的探讨。

1.2 券商经纪业务个人和机构客户持股市值拆分模型

证券公司的财务报表会披露以下个人和机构客户的细分会计科目：

- ◆ 代理买卖证券款-普通经纪业务的个人、机构客户数额；
- ◆ 代理买卖证券款-信用业务的个人、机构客户数额；
- ◆ 融出资金的个人、机构客户数额；
- ◆ 融资融券客户维持担保比例；
- ◆ 融出证券公允价值；

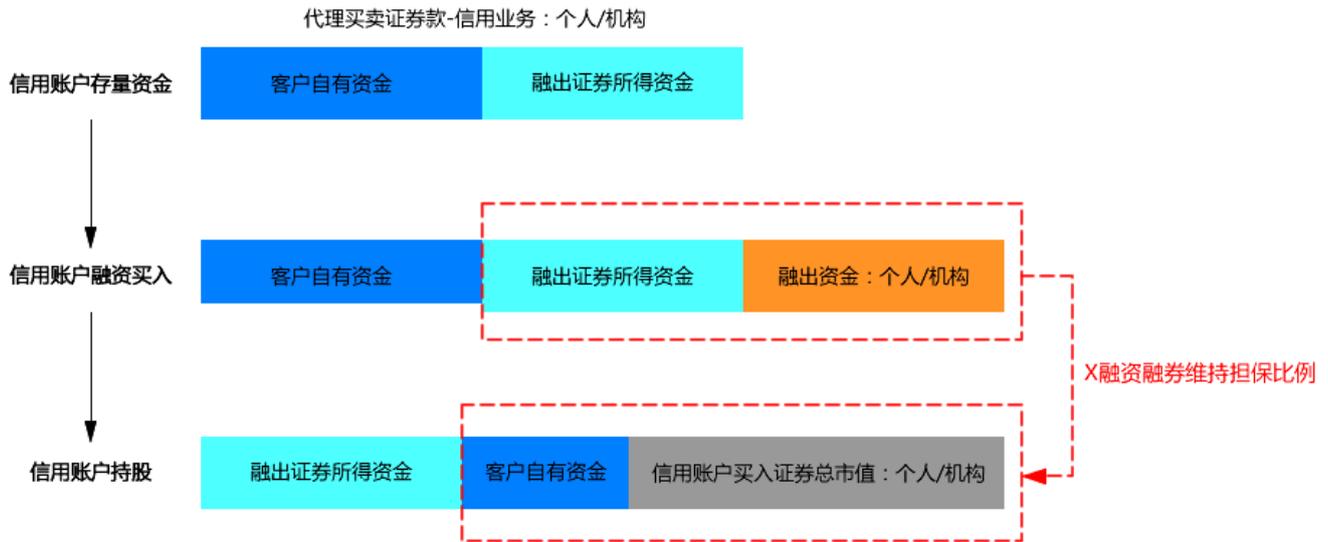
根据以上信息，我们的测算思路分为以下几个步骤和假设：

- ◆ 第一步：由于信用账户的披露信息较多，首先从信用账户入手，估算出信用账户的个人和机构客户持股市值情况；
- ◆ 第二步：根据信用账户的客户尚未运用的自有资金和估算持股规模，我们计算个人和机构客户的余额/持股市值比例，作为仓位水平的代理变量。
- ◆ 第三步：根据普通经纪账户的代理买卖证券款个人和机构客户的表内数额，假设在特定市场周期中，信用账户和普通账户的客户仓位水平相同，反推出个人和机构客户的表外持股市值。

1.2.1 第一步：测算信用账户个人和机构客户持股市值

我们用以下示意图描述客户信用账户的余额结构和维持担保比例的推导方式：

图 1：客户信用账户余额结构和维持担保比例推导



资料来源：东兴证券研究所

我们的目标是测算出信用账户个人和机构客户的持股市值，即上图的灰色示意部分：

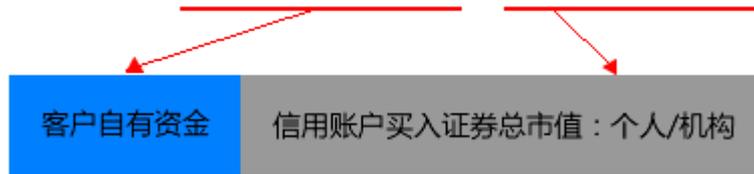
- ◆ 首先利用报表披露的信息，计算客户自有资金=信用业务代理买卖证券款-融出证券（报表融出证券科目为公允价值计量，由于融券规模相对较小，我们暂用期末公允价值代替期初用户融券获得的初始资金）；
- ◆ 随后利用融出资金科目和融出证券科目以及披露的维持担保比例，推导出信用账户持股市值=（融出资金+融出证券+利息及费用）*维持担保比例-客户自有资金（上图未示意利息费用，在计算时加入报表披露的融资融券利息收入科目即可）；
- ◆ 分别按照以上方法计算个人和机构客户的持股市值。

1.2.2 第二步：计算账户余额/持股市值比例作为仓位水平代理变量

在第一步骤中，我们得到了个人和机构客户各自的账户自有资金余额以及各自的持股市值规模，我们计算余额/持股市值比例作为各自仓位水平的代理变量。根据我们对 30 家上市券商的测算，通常机构的仓位水平低于个人客户，这也反映出机构在交易方面相对个人更为谨慎和善于进行仓位管理。这与我们的认知是相符合的。（30 家上市券商是因为剔除了新股以及测算模型不适用的样本）

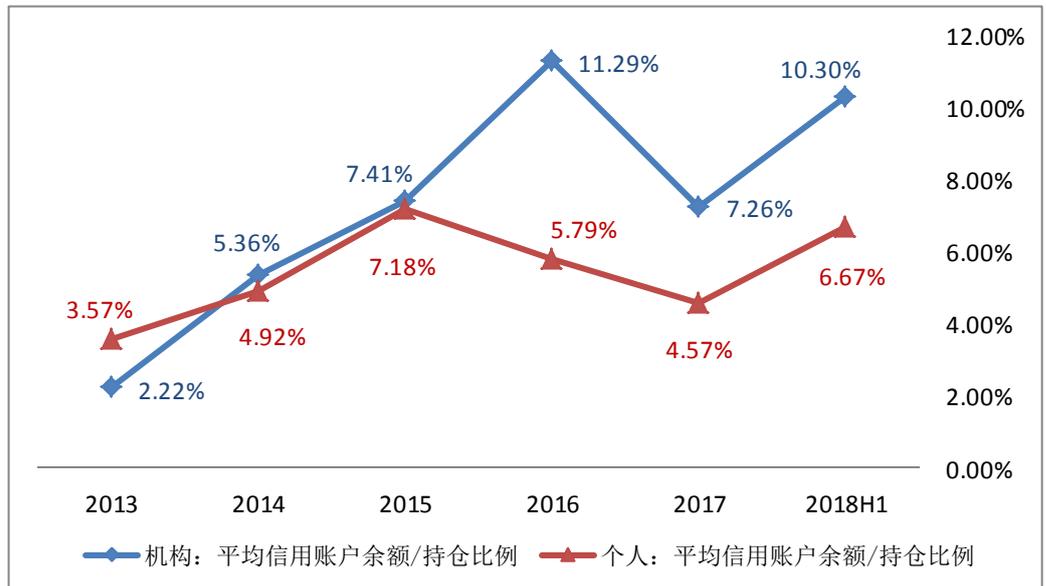
图 2：信用账户仓位水平测算

仓位水平测算 = 客户信用账户剩余自有资金 / 信用账户买入证券总市值



资料来源：东兴证券研究所

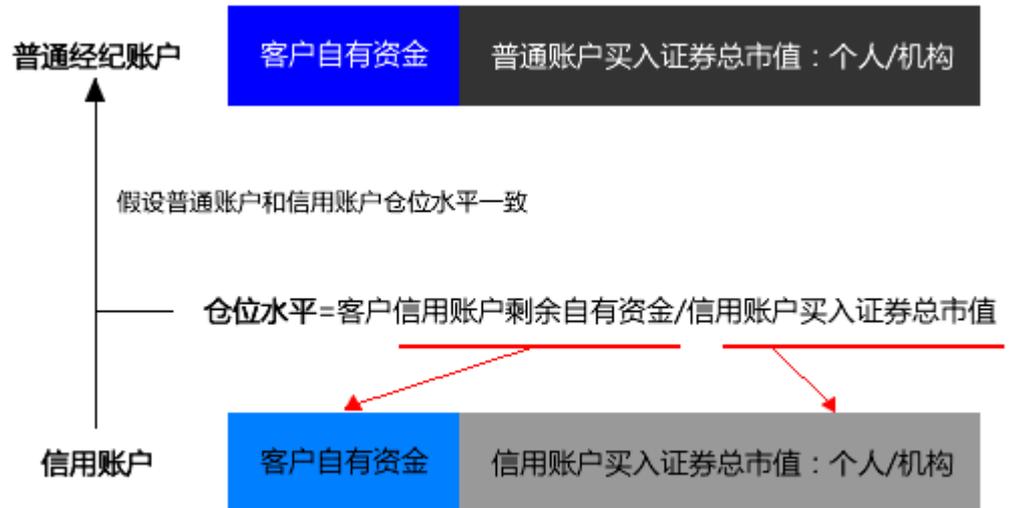
图 3：上市券商信用账户个人和机构客户平均账户余额/持仓水平



资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

1.2.3 第三步：反推普通经纪账户个人和机构客户持股市值

图 4：信用账户的仓位水平与普通账户仓位水平对应关系



资料来源：东兴证券研究所

这步的推算我们有着一个相对比较强的假设，我们认为券商信用账户中的仓位水平会与普通经纪客户的仓位水平相一致，虽然这是一个相对粗糙的假设，但在大部分市场时期我们认为也有一定的合理性：

- ◆ 不管是普通账户还是信用账户，背后本质都是人对市场观点的反映，信用账户只是多了一种手段工具，并不会改变人的风险偏好水平。
- ◆ 其次信用账户在某种程度上只是普通经纪账户的升级版，信用账户中除了融资买入以外也同样可以进行普通买入，这与普通经纪账户实际上是一样的。

所以我们可以借由仓位水平的一致假设，来反推出各券商个人和机构客户普通经纪账户中的持股市值，从而最终得到某家券商的个人和机构持股结构情况。

1.3 测算结果准确性评估较为理想

我们对 30 家上市券商进行了上述方法的测算，将各家券商个人和机构客户的持股市值逐一进行了拆分。

- ◆ 为了评估拆分模型的准确性，我们将模型拆分的个人和机构客户持股市值加总，得到某家券商的客户持股总市值。并将该结果与证券业协会公布的《证券公司经营业绩排名情况》中的券商托管证券市值排名情况进行比对，从而计算偏离度。（我们与 2017 年和 2016 年分别进行了比对，以下展示平均的偏离度）：

- ◆ 偏离度=ABS (协会公告托管证券市值-模型测算客户持股总市值)/协会公告托管证券市值

表 1: 测算结果准确性评估: 估算偏离度

	16 和 17 年 平均估算偏离度	估算偏离度 (2017 年基准)	估算偏离度 (2016 年基准)	2018H1 机构持股市值占比
浙商证券	2.5%	0.4%	4.7%	4.9%
光大证券	3.9%	5.4%	2.5%	34.3%
中信证券	4.1%	5.4%	2.9%	78.7%
华西证券	7.7%	8.8%	6.5%	6.1%
华安证券	9.5%	6.9%	12.0%	17.4%
国信证券	11.7%	15.6%	7.8%	12.2%
招商证券	15.3%	22.3%	8.3%	20.7%
中国银河	20.8%	28.8%	12.8%	34.4%
中原证券	20.8%	28.0%	13.6%	9.8%
山西证券	22.3%	8.0%	36.5%	24.6%
财通证券	23.5%	37.9%	9.0%	7.4%
东吴证券	24.2%	10.6%	37.7%	4.2%
广发证券	24.2%	31.7%	16.6%	21.0%
西南证券	24.3%	23.8%	24.8%	44.6%
国海证券	24.6%	23.9%	25.4%	50.0%
第一创业	26.3%	38.9%	13.7%	22.5%
兴业证券	31.2%	47.1%	15.3%	12.6%
东方证券	34.0%	64.2%	3.8%	26.3%
国泰君安	35.5%	52.5%	18.4%	22.6%
长江证券	39.5%	41.2%	37.8%	29.2%
国金证券	39.7%	44.4%	34.9%	8.2%
中信建投	46.8%	53.2%	40.4%	31.8%
华泰证券	52.5%	14.6%	90.4%	3.1%
国元证券	53.5%	59.8%	47.3%	3.1%
申万宏源	62.8%	68.0%	57.7%	20.7%
方正证券	97.6%	57.1%	138.1%	1.4%
西部证券	128.7%	163.5%	93.9%	22.6%
海通证券	215.1%	162.5%	267.8%	64.1%

资料来源: Wind, 上市公司公告, 东兴证券研究所

从以上结果来看, 30 家上市券商中有 22 家券商的平均测算偏离度在 50% 以内, 16 家券商在 30% 以内, 7 家券商在 20% 以内。我们认为结果尚可接受, 其中偏离度较大的券商主要原因在于以下三点:

- ◆ 测算模型只是券商实际业务的一个非常简化的模拟，信用账户和普通经纪账户仓位水平一致的假设未必适用于所有券商。
- ◆ 某些券商的机构客户较少，数据波动性较大，造成仓位水平的计算方式失去实际意义。
- ◆ 由于使用的是合并会计报表，业务多元化的券商还包括期货业务、衍生品业务、场外期权业务等等，这些业务占比较高时，造成测算模型失效。因为披露信息有限的原因，我们暂无法进一步进行细化拆分。

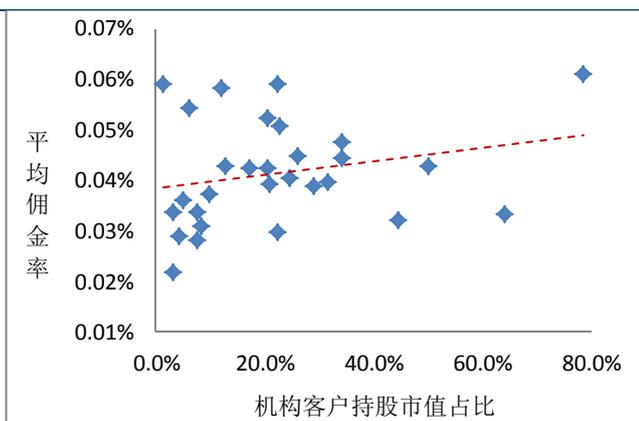
我们认为即使存在上述诸多限制，但从目前的结果来看，我们依然可以在模型的基础上进一步探讨券商经纪业务的演变和估值问题。

2. 客户结构视角一：为何 18 年以来经纪业务机构化愈发重要？

当市场在谈论经纪业务机构化的时候，我们到底在谈什么？实际上，从我们测算模型的结果来看，2018 年以来机构化才算真正成为了经纪业务的核心影响变量：

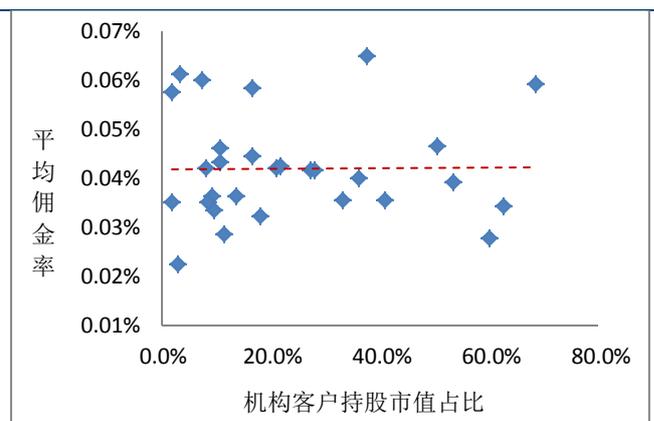
- ◆ 我们观察 2017 年的上市券商平均佣金率和机构客户持股市值占比的关系，发现在 2017 年实际上券商的机构客户持股市值占比还不算影响平均佣金率的一个显著变量，从趋势线来看基本是水平的。
- ◆ 然而在 2018 年，却呈现出一种正相关的趋势：随着券商的机构客户持股市值占比的增加，券商的平均佣金率提升。

图 5：2018H1 平均佣金率与机构客户持股占比关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：2017 平均佣金率与机构客户持股占比关系



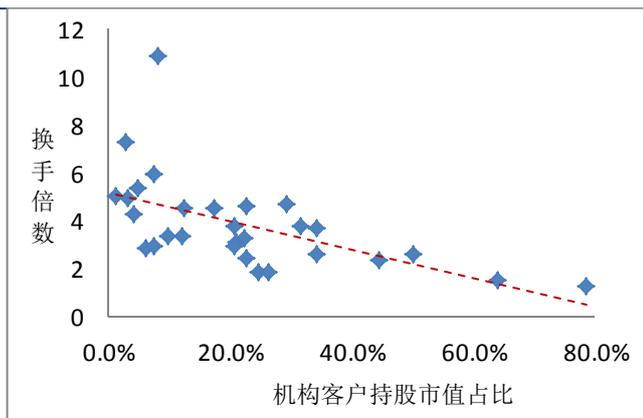
资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析以上现象，我们认为主要是由于个人客户的换手率已经下降到临界点所致：

- ◆ 机构客户的佣金水平由于增值服务等因素，高于个人客户；

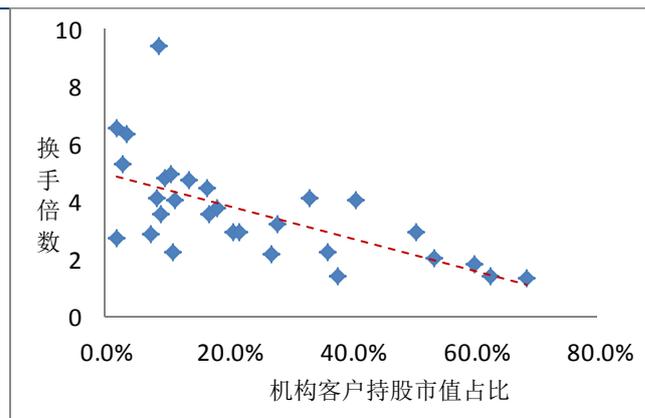
- ◆ 机构客户的换手率小于个人客户。从机构客户持股市值占比和测算券商客户换手倍数的关系可以看出，随着机构客户持股市值占比的提升，券商整体换手倍数下降。（券商换手倍数的测算基于每年披露的券商交易量和估算客户持股市值推算而来）

图 7: 2018H1 估算换手倍数与机构客户持股占比关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8: 2017 估算换手倍数与机构客户持股占比关系



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 2: 各上市券商历年客户整体换手倍数测算

	2018H1	2017	2016	2015	2014	2013
中信证券	1.28	1.29	1.93	4.78	5.44	2.62
海通证券	1.46	1.38	1.21	2.49	1.22	0.59
山西证券	1.81	2.19	1.96	3.84	0.28	1.05
东方证券	1.85	2.02	3.58	3.25	1.24	
西南证券	2.31	3.51	4.60	5.79	2.75	2.64
西部证券	2.44	1.42	2.28	4.89	1.82	
国海证券	2.54	4.10	4.88	4.60	0.92	1.62
中国银河	2.62	2.25	2.64	6.60		
华西证券	2.86	2.74	3.99	5.38	1.95	
财通证券	2.92	4.01	6.23	6.28	3.21	
申万宏源	2.92	2.86	3.15	7.01	3.98	3.42
广发证券	3.11	2.17	3.16	7.12	1.38	1.10
第一创业	3.21	1.82	4.89	8.31	1.90	1.49
中原证券	3.30	2.94	4.16	6.57		
国信证券	3.34	3.55	4.47	5.22	1.10	0.11
光大证券	3.70	2.93	4.51	7.53	3.18	1.37
招商证券	3.72	2.89	3.41	7.88	2.68	2.92
中信建投	3.78	3.17	3.51	7.53		

东吴证券	4.22	3.74	5.97	7.73	1.79	1.73
华安证券	4.47	4.96	6.53	6.34		
兴业证券	4.52	4.07	2.61	6.60	2.22	3.18
国泰君安	4.57	4.43	2.84	7.40	1.47	
长江证券	4.67	4.73	4.68	9.44	2.00	2.04
华泰证券	4.92	5.26	3.92	13.17	4.51	1.50
方正证券	5.04	6.34	1.30	2.84		
浙商证券	5.32	4.82	6.78			
国元证券	7.28	6.55	6.73	7.74	2.82	
国金证券	10.81	9.40	11.36	17.11	5.53	

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

因此，在个人客户高换手的市场环境下，主要的交易量由个人客户贡献，佣金率反映的更多的是个人客户侧的水平，券商机构客户持股市值占比的影响比较微弱。

当个人客户的换手下降到临界值，机构客户的持股占比对佣金率的影响将逐渐提升。因此我们可以认为，2018年是一个分水岭，在该年的市场环境下，机构客户持股市值占比成为对券商经纪业务佣金率水平的显著影响变量。

也就是在这样的条件和趋势之下，机构化才对证券公司的经纪业务越来越重要。

3. 客户结构视角二：财富管理转型下的券商 P/AUM 估值初显

在券商客户机构化的进程中，财富管理转型是一条重要的路径。主要是手段是从客户需求出发，针对不同客户提供适合其特点的投资理财方式和投资产品。将券商的交易通道职能转变为理财顾问职能。

在财富管理转型下，券商的估值可以开始逐渐考虑向资产管理机构所常用的 P/AUM 进行演变。我们也尝试通过目前各券商客户结构的视角，探讨目前 P/AUM 估值的影响因素。

表 3: 2018H1 估算各券商 P/AUM 估值情况

	2018H1 估算客户持股总市值 (亿元)	券商市值 (以 2018/1/18 收盘价计, 亿元)	P/AUM
浙商证券	1649	273	0.17
光大证券	4838	448	0.09
中信证券	34903	2167	0.06
华西证券	2103	242	0.12
华安证券	1159	186	0.16
国信证券	7270	715	0.10
招商证券	8534	955	0.11
中国银河	14096	816	0.06
中原证券	1324	180	0.14

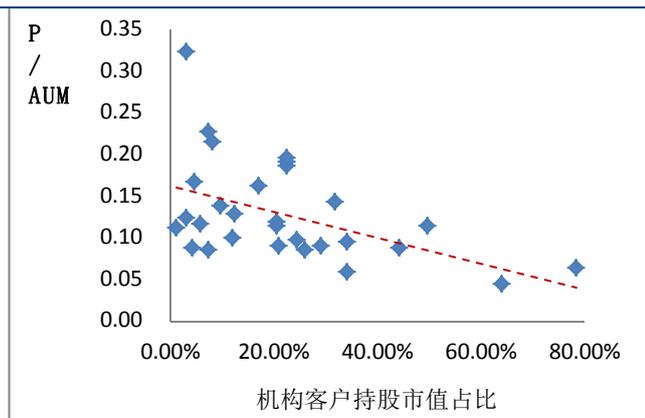
山西证券	1945	184	0.09
财通证券	3373	283	0.08
东吴证券	2573	222	0.09
广发证券	11965	1052	0.09
西南证券	2694	229	0.08
国海证券	1875	212	0.11
第一创业	1150	213	0.18
兴业证券	2728	346	0.13
东方证券	6990	583	0.08
国泰君安	7692	1451	0.19
长江证券	3493	311	0.09
国金证券	1127	241	0.21
中信建投	6400	901	0.14
华泰证券	12557	1522	0.12
国元证券	808	259	0.32
申万宏源	8446	987	0.12
方正证券	4850	537	0.11
西部证券	1483	286	0.19
海通证券	26860	1133	0.04

资料来源：Wind，公司公告，东兴证券研究所

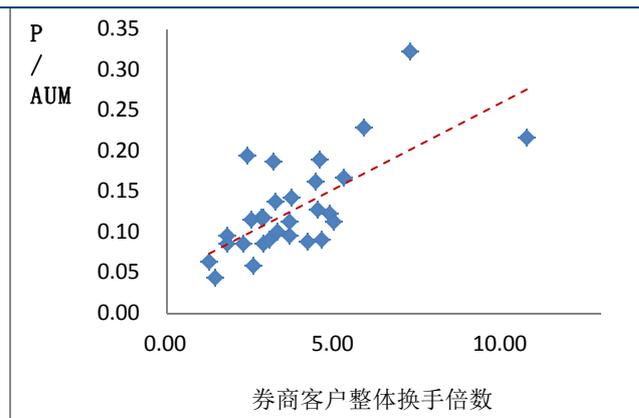
我们发现目前实际上证券行业已经开始具备使用财富管理行业的 P/AUM 估值条件：

- ◆ 我们发现目前上市券商的 P/AUM 水平与机构客户持股市值占比呈现明显的负相关，说明市场对于转型财富管理的预期，主要在于个人持股市值的高低——券商的个人持股市值占比越高，市场预期该券商的潜在 AUM 价值越大。个人交易型客户向财富管理客户转型的预期更好，市场给予更高的 P/AUM 估值。
- ◆ 上市券商的 P/AUM 水平与券商客户整体换手倍数水平呈现明显的正相关关系。若客户换手倍数下降，将承受一定的估值压力。

因此，我们认为目前的市场上已经给予了证券行业潜在向财富管理转型的估值预期。

图 9：券商 P/AUM 与机构客户持股市值占比关系


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：券商 P/AUM 与客户换手倍数关系


资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 投资策略

我们用自下而上的方式，拆解了券商个人和机构客户持股市值的结构。从而得到两个主要结论：

- ◆ 2018 年为机构化元年，未来机构持股市值占比在中性市场条件下将长期看涨，从而带动目前经纪业务的佣金率水平出现长期向上拐点。未来行业经纪业务的竞争核心将不再是佣金价格。
- ◆ 市场目前实际上已经开始对证券公司的财富管理转型给予了一定预期，逐渐向 P/AUM 估值切换中。高个人客户持股市值占比的券商，未来随着市场客户换手率的下降，若未顺利推进财富管理转型，将承受估值下降的压制。

因此，我们推荐机构客户基础雄厚的中信证券和同时具备高个人客户持股市值占比且换手率较低的华西证券，未来 P/AUM 估值向上弹性更大。

5. 风险提示

测算模型假设失效、市场波动导致数据异常模型失效、机构经纪业务开展不及预期、财富管理转型进展不及预期

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018年加入东兴证券，从事非银行金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。