

重组启动转型，金控牌照稀缺

■事件：浙江东方发布2016年年报，公司2016年全年实现营业收入44.9亿元（YoY+41%），实现归母净利润6.6亿元（YoY+12%），总资产达到90亿元（YoY+0.4%），归属于上市公司股东净资产达到64亿元（YoY+24%）。2016年公司营业收入下降的主要原因为2016年6月起公司原控股子公司宁波狮丹努集团有限公司不再纳入公司合并范围，以及公司为控制风险减少部分大宗商品贸易规模等。

■公司重组进展顺利，金控牌照稀缺。浙江东方2016年发布公告称拟通过定增购买浙江国贸持有的浙金信托55%股份、大地期货87%股权、中韩人寿50%股权，以及浙江中大集团持有的大地期货13%股权，并募集配套资金12亿元。2016年12月公司重组获得证监会并购重组委审核无条件通过，目前浙金信托和大地期货的工商股权变更登记手续已完成，中韩人寿的股权变更申请正在中保监会审批办理中，公司重组进展十分顺利。未来定增购买资产募资完成后，公司将在原有的产融投资、融资租赁和私募基金管理业务的基础上，获得信托、期货和保险三个金融牌照，金控牌照价值稀缺。未来浙江东方将构建“金控+商贸”控股集团，实现金控与商贸的协同发展。

(1) 浙金信托主动管理能力提升。定增完成后公司将持有浙金信托55%股份。2016年浙金信托实现信托收入1.6亿元，稳中有升。截至2016年末浙金信托的信托资产规模达到490亿元（YoY+128%），信托资金重点投向基础设施建设、房地产和工商企业等领域，其中基础设施建设类信托资产规模为50亿元（占比10%），带来的收入超过6000万元（占比38%），房地产信托资产规模为57亿元（占比11%，收入占比31%），工商企业类信托资产规模为142亿元（占比29%，收入占比23%）。与此同时浙金信托主动管理能力提升，2016年集合类资产占比提升约8个百分点。业务结构的优化带来浙金信托报酬率高于行业水平（2015年信托净报酬率为0.74%，同期行业水平为0.65%）。根据中国信托业协会数据，2016年信托业受托管理规模达到20万亿元（YoY+24%），实现净利润771亿元（YoY+2.8%），2017年信托行业将继续受益于银行理财新规政策，浙金信托2017年信托规模将稳步增加，信托报酬率将稳中有升。

(2) 中韩人寿业务结构优化。定增完成后公司将持有中韩人寿50%股权。中韩人寿成立三年来以保费收入持续增长，虽然中韩人寿目前仍处于亏损状态，但基本符合新设寿险公司的盈利规律，目前保险牌照仍具有稀缺性。负债端方面来看，中韩人寿寿险产品2016年前三季度保险业务收入达到3.39亿元（高于2015年全年的3.32亿元），公司渠道结构稳健，个险业务占比达到98%（比2015年+1p），维持较高水平。投资端方面，中韩人寿投资资产规模由2013年末的4.49亿元增至2015年末的4.77亿元，复合年增长率达到3%。预计未来较为优化的渠道结构将带动公司价值增长，且随着资本市场企稳公司投资收益也将稳健提升。

(3) 大地期货业绩稳中有升。定增完成后公司将持有大地期货100%股权。2016年前三季度大地期货净利润达到2943万元，已与2015年全年基本持平，公司收入主要来源之一的交易手续费主要取决于代理交易情况和手续费率水平，2016年大地期货综合手续费率水平达到0.378‰（YoY+0.231p），大地期货期货交易交易额在期货市场总交易额中占比0.6%（YoY+0.2p），公司业绩稳中有升。

■增资金融资产，补充资本金。浙江东方重组方案中，除通过定增购买金融资产之外，还通过定增募集配套资金12亿元用于增资浙金信托和中韩人寿，募集配套资金以发行股份购买资产的实施为前提条件，不过募集配套资金是否成功对发行股份购买资产的实施没有影响。①浙金信托方面，浙江东方拟向中韩人寿增资9.5亿元，以支撑浙金信托固有业务、信托业务的发展，提升资本实力，缩小与行业平均的差距，根据业绩承诺，预计2017年至2018年浙金信托归母净利润将分别不低于5705万元和6539万元；②中韩人寿方面，浙江东方拟向中韩人寿增资2.5亿元，以补充中韩人寿的资金，提升其偿付能力充足率（2016年末二代下为107%），推动未来业务发展。

■公司投资与类金融业务稳步发展。公司类金融业务主要分为三个部分，融资租赁、直接投资以及基金管理。其中融资租赁业务由控股子公司国金租赁（持股占比86.52%，增资后资本金达到5000万美元）开展，直接投资主要以公司本身以及全资子公司东方产融作为投资平台，而基金管理则主要通过东方产融、国贸东方（持股占比49%）和东方嘉富（持股占比49%）开展。公司的投资和类金融业务发展良好，为公司创造了稳定的利润，此外国贸东方涉足量子通信

(1) 东方产融和国贸东方收益状况良好。2016年东方产融和国贸东方分别实现了3只基金的退出，并均实现了正收益，目前国贸东方资本及东方嘉富管理基金总数达到19只，总规模达到46亿元，收益状况较为良好。

(2) 国贸东方涉足量子通信。国贸东方旗下北富基金出资4000万元投资神州量子，出资1亿元投资科大国盾，其中科大国盾2015年实现净利润超5000万元。“十三五”规划下量子通信热度提升，预计2018年量子通信在信息安全领域市场空间将超过300亿。

(3) 华安证券上市优化资产结构。2016年公司直接投资的华安证券（持股占比1.99%）在上交所挂牌上市，华安证券的成功上市使得公司资产质量得到相应提升。2016年华安证券实现净利润6亿元，公司经纪业务深耕安徽，2016年经纪业务手续费和佣金净收入达到10亿元（占比58%），与此同时，公司财务顾问贡献业绩，承销保荐潜力较大，自营业绩有望稳定，资管业务聚焦主动资产管理。具体业绩点评请参考我们此前的华安证券年报点评《业务深耕安徽，布局多元金融》。

■商品流通业务发展电商平台。

(1) 商品流通业务拓展跨境电商。2016年公司实现商品流通收入31亿元（YoY+40%，占比69%），公司商貿板块发展电商平台，2016年成立东方海纳电商平台以推动外贸转型，拓展了欧洲亚马逊仓及美国自有海外仓，2016年公司出口板块（12家企业）利润达到9490万元，基本保持稳定。预计未来公司将进一步拓展跨境电商业务，实现商业模式的转型和提升。

(2) 其他传统业务发展趋缓。受到宏观经济下行以及公司进行部分传统业务收缩的影响，2016年公司房地产、工业制造等传统业务发展趋缓。其中，公司房地产板块加快“去库存”，实现营业收入4.8亿元（YoY-15%，占比10%），工业制造板块实现营业收入8亿元（YoY-54%，占比17%），货运代理及其他业务实现营业收入0.17亿元（YoY-27%，占比0.4%）。公司业务重点正从房地产、纺织向金控+商貿转移。

■股东背景雄厚推动产融结合。公司控股股东为国贸集团，定增完成后国贸集团对公司的持股占比将由44.23%提升至48.35%，而浙江省国资委通过全资控股国贸集团实际控制浙江东方。国贸集团拥有商貿板块、金融板块、医药板块三大板块业务优势，2015年总资产达到571亿元（YoY+19%），同时浙江省国资委背景雄厚，预计未来浙江东方将进一步受益于浙江省国资委以及国贸集团的资源注入，实现金控平台以及传统业务的加速发展，推动产融结合。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价36元。我们预计公司2017年-2019年的EPS分别为1.13元、1.3元、1.46元。

■风险提示：宏观风险，业务整合低于预期风险，市场风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	7,702.8	4,494.6	4,517.1	4,607.4	4,745.6
净利润	588.9	661.3	758.4	873.3	980.7
每股收益(元)	1.16	1.31	1.13	1.30	1.46
每股净资产(元)	10.15	12.67	9.71	11.36	12.94
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	24.0	21.4	24.8	21.5	19.2
市净率(倍)	2.8	2.2	2.9	2.5	2.2
净利润率	7.6%	14.7%	16.8%	19.0%	20.7%
净资产收益率	11.5%	10.3%	11.6%	11.5%	11.3%
股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
ROIC	26.2%	41.1%	58.7%	59.4%	72.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

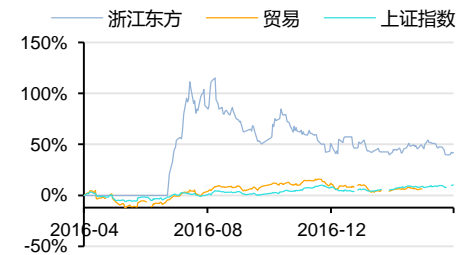
投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价：36元
股价(2017-04-07) 28.00元

交易数据

总市值(百万元)	14,153.26
流通市值(百万元)	14,153.26
总股本(百万股)	505.47
流通股本(百万股)	505.47
12个月价格区间	19.74/42.49元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.98	-10.39	32.19
绝对收益	-3.61	-6.2	41.44

赵湘怀 分析师
SAC 执业证书编号：S1450515060004
zhaohx3@essence.com.cn
021-35082987

贺明之 报告联系人
hemz@essence.com.cn
021-35082968

马琦 报告联系人
maqi@essence.com.cn
021-35082773

相关报告

浙江东方：定增拓宽金融牌照，布局金控推动发展	2016-08-23
浙江东方：定增夯实金控基石，AMC 龙头呼之欲出	2016-03-27

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	7,702.8	4,494.6	4,517.1	4,607.4	4,745.6	成长性					
减: 营业成本	6,623.7	3,775.4	3,925.5	3,945.4	4,058.0	营业收入增长率	-25.5%	-41.6%	0.5%	2.0%	3.0%
营业税费	75.1	42.5	32.1	40.4	40.1	营业利润增长率	5.5%	-3.2%	14.4%	14.9%	12.7%
销售费用	342.1	239.8	193.6	216.0	226.3	净利润增长率	-4.5%	12.3%	14.7%	15.2%	12.3%
管理费用	293.4	297.7	198.3	227.6	252.4	EBITDA 增长率	-0.4%	-5.8%	9.3%	10.9%	11.2%
财务费用	74.2	60.2	8.7	-26.4	-42.5	EBIT 增长率	-1.1%	-4.4%	8.3%	11.4%	11.7%
资产减值损失	303.5	132.5	206.9	214.3	184.5	NOPLAT 增长率	-12.6%	12.1%	9.1%	11.4%	11.7%
加: 公允价值变动收益	-28.0	75.2	14.7	2.8	-6.8	投资资本增长率	-28.6%	-23.7%	10.2%	-7.9%	12.6%
投资和汇兑收益	987.1	897.5	1,085.0	1,215.0	1,342.0	净资产增长率	18.2%	15.3%	2.4%	16.9%	14.0%
营业利润	950.0	919.2	1,051.7	1,208.0	1,362.0	利润率					
加: 营业外净收支	27.2	10.0	29.4	22.2	20.6	毛利率	14.0%	16.0%	13.1%	14.4%	14.5%
利润总额	977.2	929.2	1,081.2	1,230.2	1,382.5	营业利润率	12.3%	20.5%	23.3%	26.2%	28.7%
减: 所得税	356.4	237.3	270.3	307.5	345.6	净利润率	7.6%	14.7%	16.8%	19.0%	20.7%
净利润	588.9	661.3	758.4	873.3	980.7	EBITDA/营业收入	14.0%	22.6%	24.6%	26.8%	28.9%
						EBIT/营业收入	13.3%	21.8%	23.5%	25.6%	27.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	19	20	6	3	0
货币资金	839.9	989.6	961.4	1,893.3	2,692.0	流动营业资本周转天数	79	98	85	83	89
交易性金融资产	8.5	45.7	19.9	24.7	30.1	流动资产周转天数	277	401	340	390	463
应收账款	1,573.4	663.2	1,216.9	864.7	1,295.5	应收帐款周转天数	79	90	75	81	82
应收票据	43.9	46.2	28.4	47.4	36.4	存货周转天数	134	195	145	158	166
预付帐款	145.4	83.9	146.9	73.9	163.5	总资产周转天数	527	905	846	858	928
存货	2,621.1	2,240.7	1,402.4	2,646.5	1,739.0	投资资本周转天数	100	125	113	112	111
其他流动资产	358.9	364.3	314.4	345.9	341.5	投资回报率					
可供出售金融资产	3,271.7	4,275.1	3,347.1	3,631.3	3,751.2	ROE	11.5%	10.3%	11.6%	11.5%	11.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	6.1%	8.1%	7.7%	8.3%
长期股权投资	238.5	745.6	745.6	745.6	745.6	ROIC	26.2%	41.1%	58.7%	59.4%	72.0%
投资性房地产	55.8	54.9	54.9	54.9	54.9	费用率					
固定资产	406.1	100.0	59.7	19.4	-21.0	销售费用率	4.4%	5.3%	4.3%	4.7%	4.8%
在建工程	90.8	93.8	93.8	93.8	93.8	管理费用率	3.8%	6.6%	4.4%	4.9%	5.3%
无形资产	499.4	409.3	397.8	386.2	374.7	财务费用率	1.0%	1.3%	0.2%	-0.6%	-0.9%
其他非流动资产	1,170.2	1,155.8	1,174.5	1,164.9	1,164.9	三费/营业收入	9.2%	13.3%	8.9%	9.1%	9.2%
资产总额	11,323.6	11,267.9	9,963.5	11,992.3	12,462.1	偿债能力					
短期债务	926.8	1,158.7	-	-	-	资产负债率	49.0%	40.9%	31.5%	33.5%	27.0%
应付帐款	2,195.3	1,540.7	1,200.1	1,881.7	1,457.9	负债权益比	96.0%	69.1%	46.0%	50.3%	37.0%
应付票据	59.3	108.5	57.5	119.0	58.8	流动比率	1.24	1.25	1.80	1.91	2.60
其他流动负债	1,330.0	736.2	1,011.2	1,091.1	901.8	速动比率	0.66	0.62	1.18	1.05	1.89
长期借款	199.3	6.9	-	-	-	利息保障倍数	13.80	16.26	122.50	-44.67	-31.06
其他非流动负债	836.6	1,054.3	871.5	920.8	948.9	分红指标					
负债总额	5,547.3	4,605.2	3,140.3	4,012.6	3,367.4	DPS (元)	0.12	-	0.08	0.07	0.06
少数股东权益	647.6	256.1	306.0	354.5	409.4	分红比率	10.3%	0.0%	6.7%	5.7%	4.1%
股本	505.5	505.5	671.3	671.3	671.3	股息收益率	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%
留存收益	2,802.9	3,406.1	5,845.9	6,953.9	8,014.0						
股东权益	5,776.3	6,662.7	6,823.2	7,979.7	9,094.8						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	620.8	691.9	758.4	873.3	980.7	EPS (元)	1.16	1.31	1.13	1.30	1.46
加: 折旧和摊销	61.0	39.2	51.9	51.9	51.9	BVPS (元)	10.15	12.67	9.71	11.36	12.94
资产减值准备	303.5	132.5	-	-	-	PE (X)	24.0	21.4	24.8	21.5	19.2
公允价值变动损失	28.0	-75.2	14.7	2.8	-6.8	PB (X)	2.8	2.2	2.9	2.5	2.2
财务费用	97.1	45.4	8.7	-26.4	-42.5	P/FCF	36.9	14.9	-51.5	20.3	23.8
投资损失	-987.1	-897.5	-1,085.0	-1,215.0	-1,342.0	P/S	1.8	3.1	4.2	4.1	4.0
少数股东损益	31.9	30.6	52.5	49.3	56.1	EV/EBITDA	6.2	9.4	12.4	10.2	8.5
营运资金的变动	380.4	-186.9	-254.0	78.7	-211.9	CAGR (%)	14.1%	14.4%	5.8%	14.1%	14.4%
经营活动产生现金流量	394.8	-204.2	-452.8	-185.4	-514.4	PEG	1.7	1.5	4.3	1.5	1.3
投资活动产生现金流量	717.8	332.8	2,064.3	921.4	1,211.3	ROIC/WACC	2.5	4.0	5.7	5.7	6.9
融资活动产生现金流量	-1,141.7	22.0	-1,639.7	196.0	101.9	REP	1.5	1.8	1.6	1.6	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵湘怀声明，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。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 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
	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
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	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