

东方证券(600958)/证券

投资管理能力突出, A+H 上市蓄力迈步发展

评级: 买入(首次)

市场价格: 14.39

目标价格: 18.63

分析师: 戴志锋

执业证书编号: S0740517030004

电话:

Email: daizf@r.qlzq.com.cn

联系人: 蒋峤

电话: 021-20315286

Email: jiangqiao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	6,215
流通股本(百万股)	4,153
市价(元)	14.39
市值(百万元)	89,440
流通市值(百万元)	59,765

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15434.71	6876.94	9161.93	11026.37	13058.36
增长率 yoy%	180.65%	-55.44%	33.23%	20.35%	18.43%
归母净利润	7325.22	2313.97	2984.62	3601.26	4281.30
增长率 yoy%	212.64%	-67.09%	29.47%	20.66%	18.88%
每股收益(元)	1.46	0.41	0.48	0.58	0.69
归母净资产收益率	27.31%	6.36%	7.15%	7.24%	7.42%
P/E	9.97	35.49	30.30	25.11	21.12
P/B	2.20	2.23	1.95	1.59	1.44

投资要点

- 全牌照综合性券商, 于 2015、2016 年先后登录上交所主板和香港联交所挂牌上市, 第五家 A+H 上市证券公司, 补充公司资本金的同时拓展境外资本市场融资渠道。投资管理、证券销售交易板块保持市场领先地位, 自营、新三板做市创新拓展巩固优势, 传统通道向资本中介转型取得成效。突出的投资管理和投研实力是公司的核心竞争优势, 我们认为在券商行业整体面临资产荒的形势下, 公司凭借资本实力提升以及投研核心竞争力具备业绩突围的能力。**
- 营业网点布局全面提速, 股权质押业务高速增长。东方证券代理买卖证券交易额市场占有率 1.85%, 排名第 16 位, 股基交易量 35481 亿元, 市场占有率 1.26%, 行业排名第 21 位, 佣金率 0.046% 左右, 高于行业平均 0.038%, 且下滑幅度小于行业平均。积极推进财富管理转型, 提升高净值及机构客户贡献占比, 差异化增值服务利于稳定公司佣金收入。我们预计公司 2017 年公司股基交易额市占率回升至 1.3% 以上, 佣金率随行业下降稳定在 0.039% 左右。公司 2013 年获得股权质押业务资格以来发展迅猛, 2016 年底业务规模 348.6 亿元, 行业排名第 10。2016 年末公司两融业务市占率为 1.10%, 低于公司经纪业务股基交易市占率 1.29%, 随着资本的补充加大对资本中介业务发展, 预计公司两融、股权质押业务市占率进一步提升, 增厚资本中介业务收益。**
- 投资管理能力突出, 持续提升主动资产管理能力回归资管本质。作为中国第一家券商系资产管理公司, 东证资管主动管理业务布局全面, 持续保持高速增长。截至 2016 年末, 东证资管管理各类投资组合 163 只, 受托资产管理规模 1,541.1 亿元, 同比增长 42.9%; 2016 年主动管理规模占比提升至 92%, 排名行业第一, 实现资管业务收入 17.86 亿元, 排名提升至行业第 6 位; 2005 年至 2016 年主动权益类产品收益率为达 22.77%, 远高于同期沪深 300 指数平均年化回报率的 10.72%。预计公司未来将继续提高高收益集合资产管理及公募基金业务规模, 提升综合收益水平。**
- 投资净收益占比位列行业首位, 权益类投资保持领先地位。2016 年公司权益类投资在 50 亿规模以上偏股型基金产品中相对收益排名位列第四, 在普通股票型基金产品中相对收益排名位列第二, 保持领先地位。公司自营投资资产配置结构稳定, 股权投资占比达 13% 高于行业平均。积极布局 FICC 业务, 开展场外衍生品、黄金 ETF 做市、50ETF 期权做市等创新业务, 拓展大宗商品套利业务和场外商品期权业务。**
- 合资券商投行业绩亮眼, 有望受益行业 IPO 提速。2016 年度公司实现股权主承销 187.7 亿元, 同比增长 233.1%, 市场份额提升至 1.64%; 债券主承销金额 897.9 亿元, 同比增长 50.1%, 位列合资券商首位(全行业 17)。目前公司 IPO 储备项目 6 单, 将受益于行业 IPO 发行确定性提速。**
- 投资建议: 预计东方证券 2017 年至 2019 年营业收入分别为 91.62/110.26/130.58 亿元, 同比增长 33.23%/20.35%/18.43%, 对应 2017 年至 2019 年归母净利润分别为 29.85/36.01/42.81 亿元, 同比增长 28.98%/20.66%/18.88%, 对应 EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元, BVPS 分别为 7.45/9.14/10.10 元。给予公司 2.50XPB_2017E, 目标价为 18.63 元, 首次覆盖给予“买入”评级。**
- 风险提示: 二级市场持续低迷; 金融监管发生超预期变化。**

内容目录

成功完成 A+H 股上市，资本充足利于业务发展	- 4 -
A+H 股成功上市，拟定增进一步充足资本金	- 4 -
全牌照综合性券商，投资管理具备核心竞争能力	- 5 -
投资管理市场领先，传统通道向资本中介转型取得成效	- 8 -
经纪业务：营业网点布局全面提速，财富管理转型稳定佣金收益	- 8 -
资管业务：持续提升主动资产管理能力回归资管本质	- 10 -
投行业务：合资券商投行业绩亮眼，有望受益行业 IPO 提速	- 12 -
信用交易业务：股权质押业务高速增长，资本金补充加速两融业务发展..	- 15 -
自营业务：投资净收益占比位列行业首位，权益类投资保持领先地位	- 16 -
盈利预测与估值	- 18 -
盈利预测-核心假设.....	- 18 -
估值分析	- 19 -
风险提示	- 19 -

图表目录

图表 1: 东方证券“大事件”	- 4 -
图表 2: 证券公司资本实力 (2016Q3)	- 5 -
图表 3: 东方证券股权架构	- 5 -
图表 4: 东方证券参控股子公司	- 6 -
图表 5: 东方证券营业收入、净利润规模与增速情况 (亿元, %)	- 7 -
图表 6: 东方证券收入结构 (亿元)	- 7 -
图表 7: 券商主动资产管理规模占比 (%), 2016Q3 累计值	- 7 -
图表 8: 投资净收益占比 (%), 2016A	- 7 -
图表 9: 股基日均交易额 (亿元), 同比 (%)	- 8 -
图表 10: 东方证券经纪业务股基市场交易额 (亿元) 市场份额 (%)	- 9 -
图表 11: 行业及东方证券经纪佣金率 (%)	- 9 -
图表 12: 行业经纪业务净收入 (亿元), 东方证券经纪业务净收入占比 (%)	- 9 -
图表 13: 经纪业务人力投入	- 9 -
图表 14: 各金融子行业通道业务与主动管理业务政策	- 10 -
图表 15: 东证资管主动资产管理资规模排名 (亿元, 2016Q3)	- 11 -
图表 16: 东方证券资产管理业务收入排名 (亿元, 2016)	- 11 -
图表 17: 东证资管资产管理业务规模 (亿元), 同比 (%)	- 11 -
图表 18: 东证资管资产管理收入 (亿元), 综合费率 (%)	- 11 -
图表 19: IPO 及再融资政策总结	- 12 -
图表 20: 审核通过率 (%)	- 13 -
图表 21: 行业股/债主承销数量趋势 (个), 同比 (%)	- 13 -
图表 22: 行业股、债主承销规模趋势 (亿元), 同比 (%)	- 13 -
图表 23: 东方证券投行业务-IPO 规模 (亿元) 及市占率 (%)	- 14 -
图表 24: 东方证券投行业务-IPO 收入 (亿元) 及费率 (%)	- 14 -
图表 25: 东方证券投行业务-增发规模 (亿元) 及市占率 (%)	- 14 -
图表 26: 东方证券投行业务-增发收入 (亿元) 及费率 (%)	- 14 -
图表 27: 东方证券投行业务-债券承销规模 (亿元) 及市占率 (%)	- 15 -
图表 28: IPO 储备情况, 20170421	- 15 -
图表 29: 约定购回交易规模 (亿元), 利息收益率 (%)	- 15 -
图表 30: 质押回购交易规模 (亿元), 利息收益率 (%)	- 15 -
图表 31: 东方证券融资融券业务规模 (亿元), 利息收益率及市占率 (%)	- 16 -
图表 32: 自营权益类/净资本 (%), 2016A	- 16 -
图表 33: 自营固收类/净资本 (%), 2016A	- 16 -
图表 34: 自营资产配置情况 (%)	- 17 -
图表 35: 自营投资收益率 (%), 2016	- 17 -
图表 36: 盈利预测	- 18 -
图表 37: 可比公司估值	- 19 -
图表 38: 财务报表	- 20 -

成功完成 A+H 股上市，资本充足利于业务发展

A+H 股成功上市，拟定增进一步充足资本金

- A+H 股平台+定增充足资本金，为资本消耗业务提供有利支撑。** 东方证券 1997 年成立于上海，2003 年完成股份改革并于 2015 年成功登陆上交所，完成 A 股上市，2016 年 7 月，东方证券成功在香港上市，成为 A+H 股上市券商，资本实力进一步增强。2017 年 2 月，公司发布定增预案，拟向申能集团、上海海烟、上海报业非公开发行 A 股不超过 8 亿股，预计融资金额 120 亿元，全部用以补充资本金。
- 随着近年来以净资本为核心的行业监管和风险控制体系的逐步完善，证券公司业务范围和经营规模直接和其净资本规模挂钩，同时随着传统业务竞争进一步加剧、资本消耗类创新业务快速增长，行业整体杠杆率有所上升，虽然目前较欧美日本投行仍有较大上升空间，但作为资本密集型行业，资本规模对于公司的市场地位、盈利能力、抗风险能力以及综合竞争能力有着重大影响，因此我们认为，东方证券 A+H 股上市平台对于资本金补充以及品牌宣传有着极大的作用，同时若定增成功将进一步充足资本金，有利于公司营业网点的拓宽稳定经纪业务市场份额、加大融资融券业务、回购交易业务等创新型业务投入，实现业务收入增长。

图表 1: 东方证券“大事件”

时间	事件	备注
1997	东方证券有限责任公司成立	
2003	变更为股份有限公司，重命名为东方证券	
2005	汇添富资产管理有限责任公司成立，即汇添富的前身	
2006	收购北方证券有限责任公司的证券业务	截至 2006 年有 55 个分支机构
2007	收购上海久联期货经纪有限公司，即东方证券期货的前身，来进军期货以及相关业务	
2010	成立东方证券资本投资有限公司来发起私募股权投资业务，成立东方金融香港	成立东方证券资管，是中国证券公司的首个资产管理子公司
2012	通过与花旗环球金融亚洲有限公司合作成立东方花旗来扩展投资银行服务	成立东方证券创投，提供多样的投资产品
2015	在上海证券交易所完成 A 股上市	
2016	2016 年 7 月于香港联交所上市，成为 A+H 同时上市券商	
2017	拟向申能集团、上海海烟、上海报业非公开发行 A 股股票 预计融资金额 120 亿元，用以补充资本金	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我们以 2016Q3 上市券商净资产做静态测算，预计此次非公开发行成功后东方证券净资产规模排名有望提升至行业第七名。** 我们认为，公司若成功完成定增，对经纪及证券金融业务发展将起到较大推动作用，公司有望加速向财富管理“全业务链”转型发展，挖掘高净值及机构客户价值，在行业经纪业务佣金率下降趋稳情况下努力提升自身市场占有率，同时对于发展较快的回购、新三板做市以及并购业务进行资本金补充，有效提升公司非自营业务盈利能力。

图表 2: 证券公司资本实力 (2016Q3)

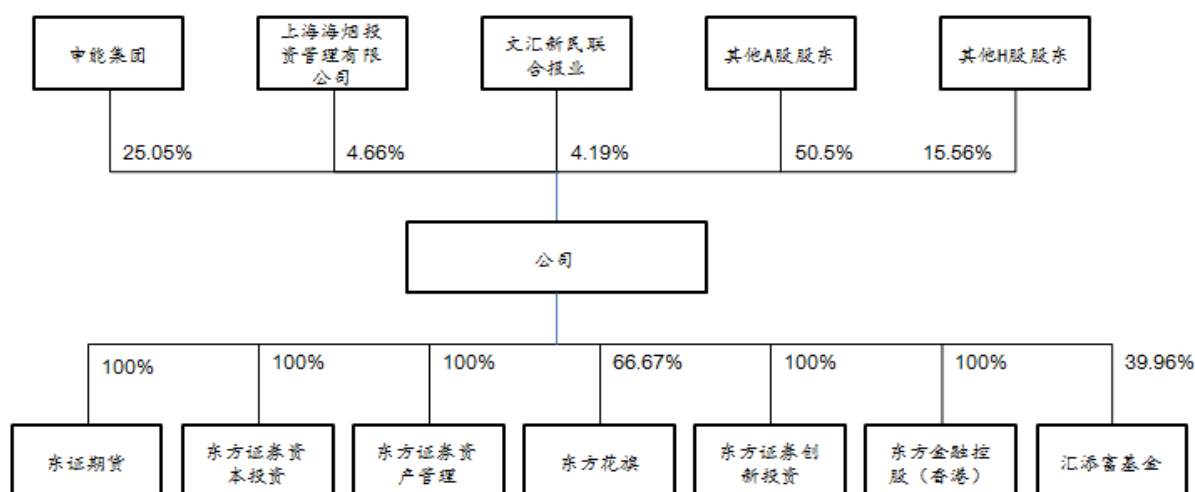
	定增前净资产 (亿元)		定增后净资产 (亿元)	
1	中信证券	1,424	中信证券	1,424
2	海通证券	1,194	海通证券	1,194
3	国泰君安	1,083	国泰君安	1,083
4	华泰证券	832	华泰证券	832
5	广发证券	789	广发证券	789
6	中国银河	571	中国银河	571
7	申万宏源	523	东方证券	529
8	招商证券	492	申万宏源	523
9	光大证券	481	招商证券	492
10	国信证券	476	光大证券	481
11	东方证券	409	国信证券	476
12	方正证券	362	方正证券	362
13	兴业证券	331	兴业证券	331
14	国投 安信	270	国投 安信	270
15	长江证券	254	长江证券	254

来源: wind, 中泰证券研究所

全牌照综合性券商, 投资管理具备核心竞争能力

- 股权结构较为分散, 把握发展大趋势积极提升主动盈利能力。东方证券自成立以来股权结构较为分散, 公司参控股子公司相对较多, 主要包括:
 - 东证期货, 成立于 1995 年, 为公司全资子公司, 从事期货经纪业务, 截至 2016 年 12 月 31 日, 东证期货总资产 178.22 亿元, 2016 年度实现营业收入 4.55 亿元, 同比+22.3%, 净利润 1.52 亿元, 同比+67.0%;

图表 3: 东方证券股权架构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 东方资本, 成立于 2010 年, 为公司全资子公司, 主要开展私募基金

投资，截至 2016 年 12 月 31 日，总资产 50.88 亿元，2016 年实现营业收入 2.49 亿元，同比-21.5%，净利润 0.93 亿元，同比-14.7%；

3) 东方金融控股（香港），于 2010 年注册成立立于香港，作为公司全资子公司开展国际化业务，截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产港币 106.36 亿元，2016 年扭亏为赢，实现营业收入港币 2.43 亿元，同比+617.0%，净利润港币 0.73 亿元，同比+132.4%；

4) 东证资管，2013 年由公司全资成立，作为国内较早的券商系资管公司，开展包括公募及私募基金业务在内的全产品线资产管理业务，截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产 14.79 亿元，2016 年实现营业收入 10.27 亿元，同比-28.0%，净利润 3.90 亿元，同比-5.1%；

5) 东证创投，2012 年成立，系公司创新投资业务全资子公司，截至 2016 年 12 月 31 日，公司总资产 37.03 亿元，2016 年营业收入 2.04 亿元，同比-3.8%，净利润 1.26 亿元，同比+12.5%；

6) 合资券商东方花旗，2010 年与花旗银行合资设立，公司持股 66.67%，作为公司投资银行业务主体，截至 2016 年 12 月 31 日，总资产 22.44 亿元，2016 年实现营业收入 11.55 亿元，同比+63.6%，净利润 2.58 亿元，同比+103.15%；

7) 参股汇添富基金，公司作为第一大股东持股 35.41%，从事基金管理业务，截至 2016 年 12 月 31 日，总资产 69.51 亿元，2016 年实现营业收入 29.87 亿元，同比+5.8%，净利润 10.41 亿元，同比+10.7%。

图表 4: 东方证券参控股子公司

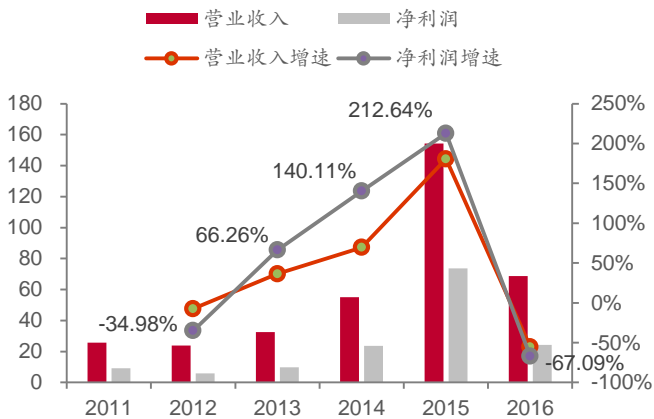
时间	公司	注册资本 (亿元)	持股 比例 (%)	营业 收入 2016A (亿 元)	营业 收入 同比 (%)	净利润 2016A (亿 元)	净利润 同比 (%)	主营业务
1995 年	上海东证期货有限公司	10	100	4.55	22.3	1.52	67.0	期货经纪业务
2010 年	上海东方证券资本投资有限公司	40	100	2.49	-21.5	0.93	-14.7	私募投资基金业务
2010 年	东方金融控股（香港）有限公司	港币 21	100	港币 2.42	617.0	港币 0.73	132.4	国际化业务
2010 年	上海东方证券资产管理有限公司	3	100	10.27	-28.0	3.90	-5.1	展资产管理业务
2012 年	上海东方证券创新投资有限公司	11	100	2.40	-3.8	1.26	12.5	创新投资业务
2010	东方花旗证券有限公司	8	66.67	11.55	63.6	2.58	103.15	股票及债权承销 与保荐服务财务 顾问服务
	汇添富基金		35.41	29.87	5.8	10.41	10.7	基金管理业务

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我们认为公司开展多子公司运营的模式灵活适应市场，有利于在各业务条线竞争力的提升，同时公司文化建设优良，在各业务条线竞争力提升同时可有效调动资源为客户提供一站式的综合服务。
- 作为全国综合性券商，公司的投资管理业务板块具有领先优势，投研能力是公司核心竞争力。公司资管以及自营业务发展迅速，2013 年获批成立首家券商系资管公司东证资管，领先行业注重提升主动管理能力，此

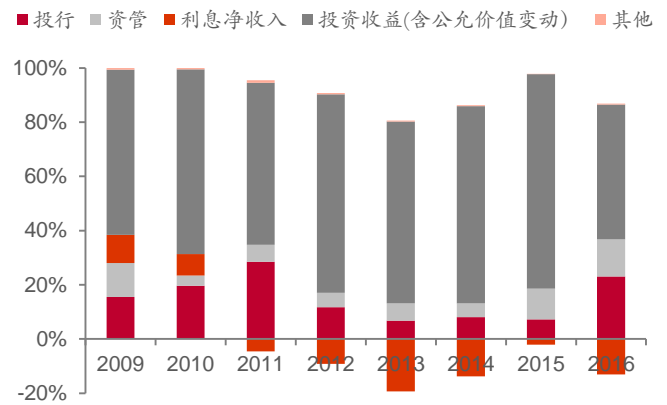
外公司作为汇添富第一大股东，其资管及自营业务能力基金行业领先水平。2016年度，东方证券实现营业收入68.77亿元，同比下降55.4%，实现净利润24.27亿元，同比下降67.1%。其中资产管理业务收入8.93亿元，自营业务收入36.14亿元，合计占比65%。2017年3月东方证券及资管子公司实现营业收入9.62亿元，环比增长112.5%，净利润5.2亿元，环比增长237.8%，领跑行业业绩上升趋势。

图表 5: 东方证券营业收入、净利润规模与增速情况 (亿元, %)



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

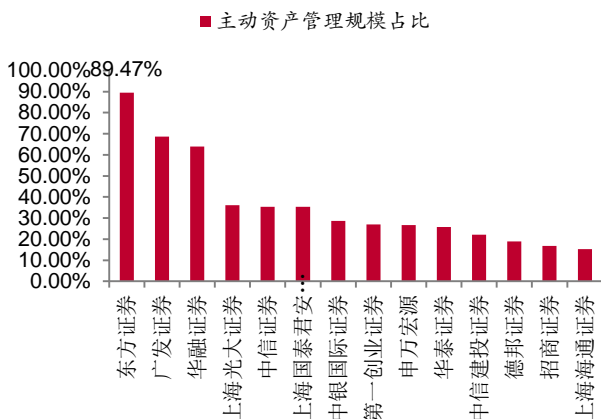
图表 6: 东方证券收入结构 (亿元)



来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

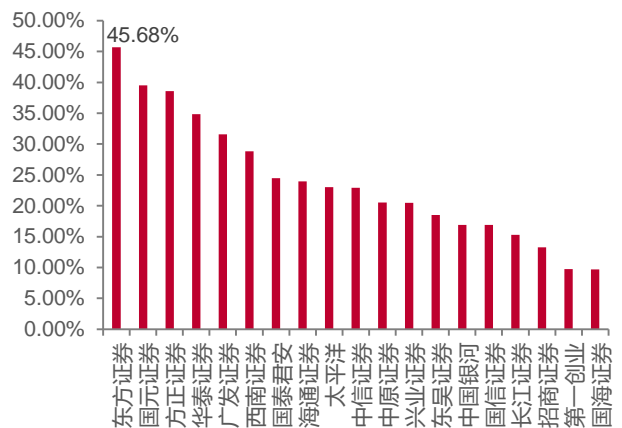
- 东方证券主动资产管理能力行业领先，自营业务占比提升提高业务弹性。2015年以来公司主动管理规模持续保持高速增长，由2015年6月的495亿元增长至2016年9月底的941亿元，增幅高达90%。截止2016年12月31日，东方证券受托资产管理资产规模为1541亿元，其中主动管理规模为1428亿元，占比92.7%，较2016年三季度末提升3.6%，持续保持领先。

图表 7: 券商主动资产管理规模占比 (%), 2016Q3 累计



来源: 中国证券投资基金业协会, 中泰证券研究所

图表 8: 投资净收益占比 (%), 2016A



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司自营规模持续提升，其中自营债券余额由2012年197亿元增长至2016年的405亿元，自营股票余额由2012年31亿元增长至2016年的79亿元，我们对行业上市券商投资净收益占营业收入进行排序发现，截止2016年度东方证券自营业务投资净收益占比45.7%，排名上市券

商首位。我们认为公司业绩/股价随着市场上涨的弹性较大，公司主动资管与自营等高 beta 业务处于领市场领先地位。

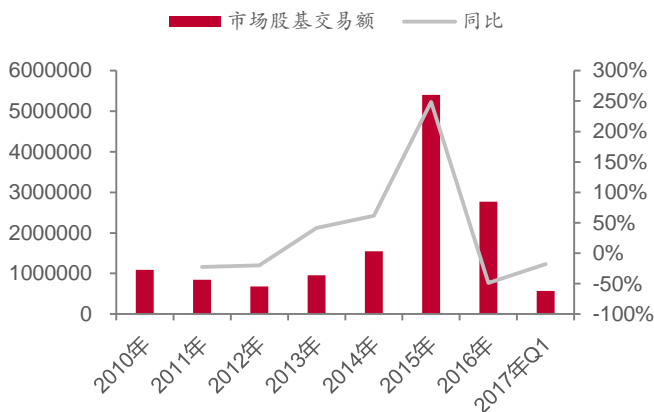
投资管理市场领先，传统通道向资本中介转型取得成效

经纪业务：营业网点布局全面提速，财富管理转型稳定佣金收益

- 股基交易额 2017 年 Q1 同比降幅收窄，经纪业务基本面存在向上空间。**

证券经纪业务发展与市场景气度密切相关，2011-2012 年，受欧债危机及货币紧缩政策影响，市场情绪低迷，整体股基交易量呈现下降趋势，2013 年以来市场股基交易进入回升通道，2013-2015 年分别实现同比增长 41.5%、61.7%、248.8%，2015 年 7 月，受股灾影响，证券市场交易额大幅下降，2016 年下降至 276.93 万亿元，同比降幅达 48.7%，2017 年一季度股基交易额合计 56.84 万亿元，同比降幅收窄至 17.9%，我们认为，MSCI 重提以及两岸股债进一步互通有望提振市场情绪，经纪业务交易额存在底部向上空间。佣金率方面，我们认为，随着经纪业务同质化竞争的加剧以及网上交易的进一步深入，行业佣金率未来将继续呈现下降趋势。

图表 9：股基日均交易额（亿元），同比（%）

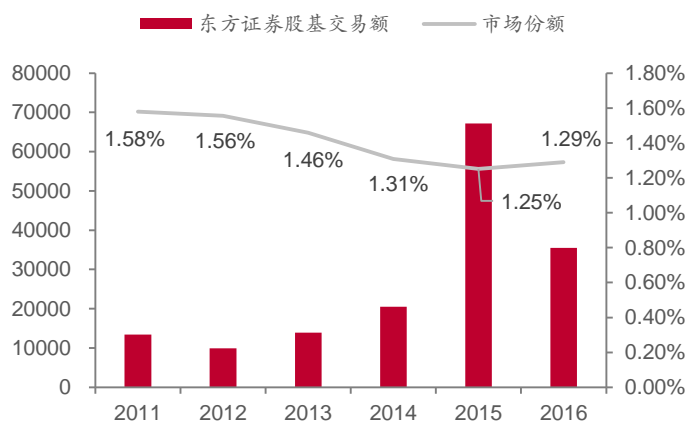


来源：wind，中泰证券研究所

- 财富管理转型有望稳定公司市场份额，历史佣金率略高于行业平均。**

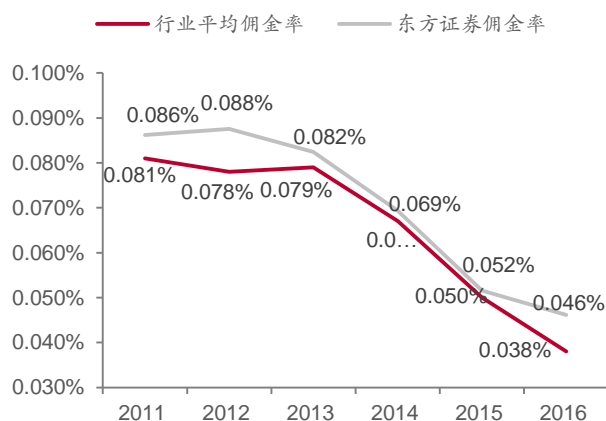
公司扎根于上海，证券经纪业务面临激烈竞争，自 2011 年以来，股基交易额市场份额呈现下行趋势，近年来，公司不断通过低成本、高效率的“轻型化”营业网点扩张和线上服务平台的拓展，提供差异化及个性化的增值服务，推进业务向财富管理转型，其中互联网业务推进积极有效，2016 年度通过互联网和手机平台经纪交易额占比 87%，客户数占比 94%。随着公司营业部数量的增多，经纪业务竞争力逐步增强，2016 年市场份额小幅回升至 1.28%。公司综合佣金率随行业趋势波动，历史佣金率均高于行业平均水平，2016 年末最新数据 0.046%，高于行业均值 0.008%，我们认为，公司业务区域的进一步拓宽以及财富管理转型差异化的增值服务提升客户粘性增强，将有效稳定公司佣金收益。

图表 10: 东方证券经纪业务股市交易额 (亿元) 市场份额 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

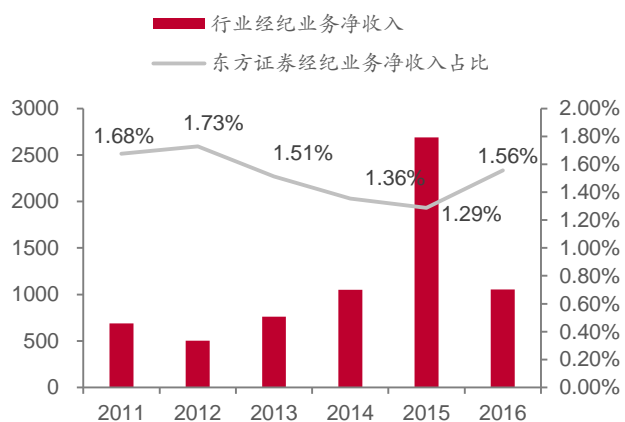
图表 11: 行业及东方证券经纪佣金率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

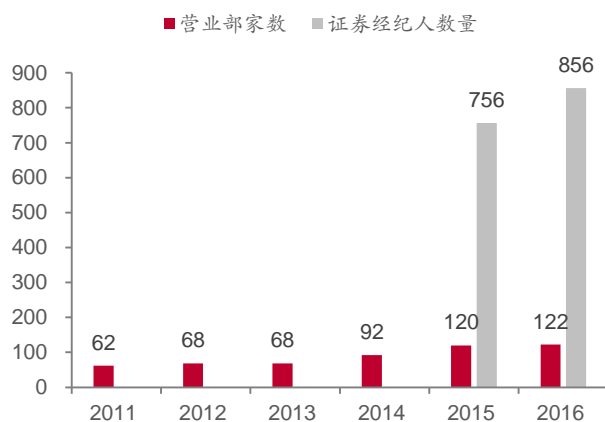
■ 整体收入方面公司经纪业务收入占较低, 2016 年实现经纪业务收入 20.07 亿元, 近三年经纪业务收入占比稳定在 20% 左右, 低于行业平均水平, 我们认为未来公司佣金率随行业下滑但幅度相对较小, 整体佣金收入保持稳定, 主要有一下几点原因, 首先, 从竞争区域上看, 公司上海本土营业部占比约为 37%, 区域内经纪业务竞争充分激烈, 佣金率进一步下行空间不大; 其次, 从客户结构上分析公司经纪业务中机构以及高净值客户占比较大, 该部分客户更加注重投资研究服务等附加能力, 对佣金率敏感度较低; 第三, 公司营业部持续拓宽, 证券经纪人人数逐步增多, 截止 2016 年达 856 人, 同比增长为 13.2%, 为提供优质差异化的高质量服务打下基础。综上所述, 我们认为随着东方 A+H 股上市以及定增进程的持续推进, 资本金补充进一步拓展营业部, 市场份额逐渐稳定并存在一定上升空间, 同时占比较大的高净值客户佣金率敏感性相对较低, 公司经纪业务收入有望保持相对稳定。

图表 12: 行业经纪业务净收入 (亿元), 东方证券经纪业务净收入占比 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 13: 经纪业务人力投入



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

资管业务：持续提升主动资产管理能力回归资管本质

- 逐步压缩通道业务，提升主动管理能力为行业大势所趋。**2016年以来，监管层不断发出信号，对银行券商基金公司开展资管业务进行了规范，目的在于正本清源，提升资管业务水平，特别是主动管理业务水平，为实体经济服务，我们认为，就券商资产管理业务来看，将促使行业资管业务结构重塑以及盈利模式转变，利好主动管理能力提升较快的券商，行业去杠杆去通道为大势所趋。

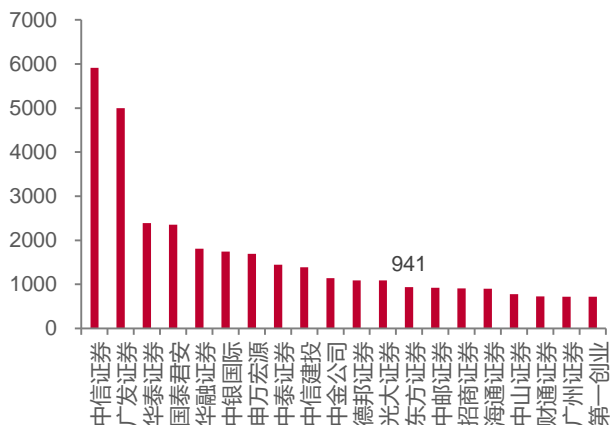
图表 14：各金融子行业通道业务与主动管理业务政策

时间	事件	要点
2016年5月	《证券投资基金管理公司子公司管理规定》	实施后，风险向信托行业转移，券商资管及基金子公司的股票及混合类杠杆下降至1倍，而信托杠杆逐月提升
	《基金公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引（征求意见稿）》	
	《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》	
2016年7月	《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》	逐月提升
	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	
2016年7月底	《证券公司风险控制指标管理办法》培训会	证监会副主席李超的明确表态：现阶段给要逐步压缩通道业务规模
2016年8月5日	证监会例行新闻发布会	正本清源、强化约束，推动其提升主动管理能力，更好服务实体经济发展和投资者多元化的理财需求
2017年3月	据彭博等媒体报道，央行牵头拟出台《规范金融机构资管业务指导意见》	穿透监管、去杠杆、去通道

来源：中泰证券研究所

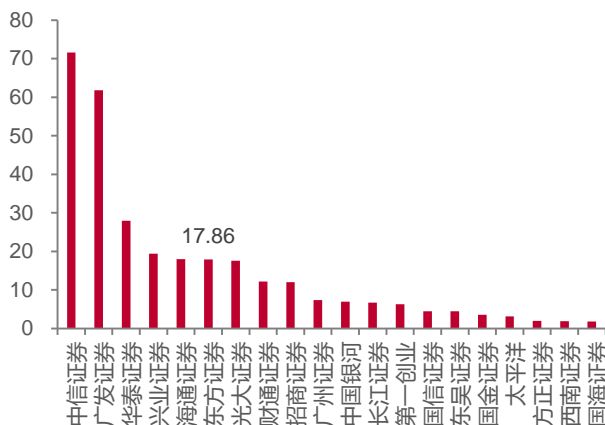
- 持续提升主动资产管理能力，顺应行业趋势利好业务长远发展。**东方证券资产管理业务主体为全资子公司东证资管，作为第一家券商系资产管理公司，业务丰富，提供全方位的资产管理产品和服务，同时公司作为汇添富第一大股东，主动管理业务持续保持高速增长，在资产管理、基金管理方面长期保持了业内领先地位，中长期业绩表现优异。截止2016年三季度，东证资管主动管理资产规模排名行业第13为，较二季度排名上升一位。主动资产管理能力的增强，使得公司资管业务整体收入向好，截止2016年中报，公司实现资管业务收入7.47亿元，行业排名7位，截止2016年年报，资管业务收入17.86亿元，行业排名提升至第6位，2005年-2016年主动管理权益类产品的平均年化收益率为达22.77%，高出同期沪深10.72%。

图表 15: 东证资管主动资产管理规模排名 (亿元, 2016Q3)



来源: 中国证券投资基金业协会, 中泰证券研究所

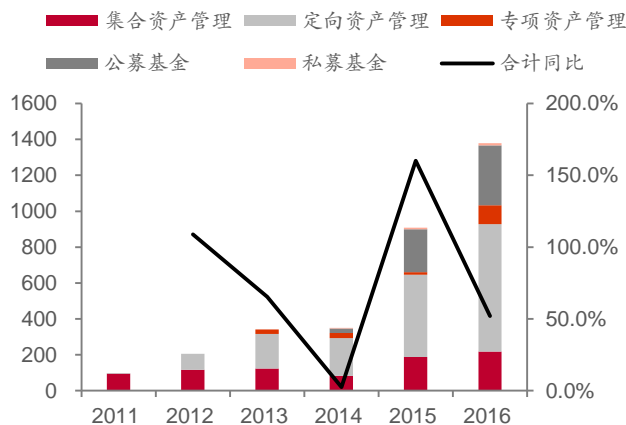
图表 16: 东方证券资产管理业务收入排名 (亿元, 2016)



来源: wind, 中泰证券研究所

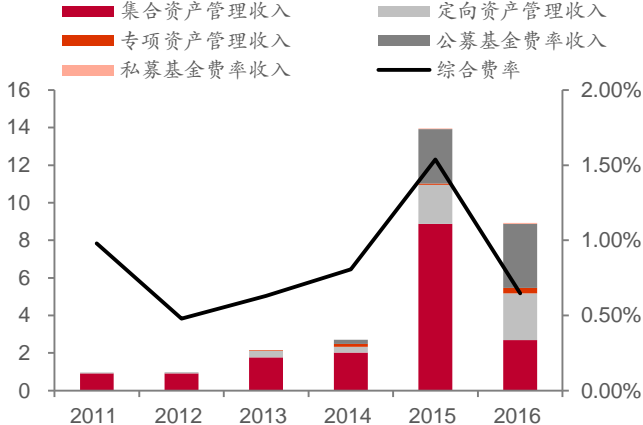
■ 公司资产管理业务链完善产品丰富, 成功在国内券商中推出首批大集合产品、小集合产品、小额贷款资产证券化产品、券商公募基金产品, 并于 2016 年首批取得深港通业务资格并退出“沪港深”系列基金, 此外公司在地产资产证券化方面积极创新, 推出大型商业综合体不动产资产证券化项目, 2016 年, 公司持股的汇添富基金成功获得基本养老保险基金投资管理人资格, 产品的不断丰富为后续业绩提升打下良好基础。2016 年度末公司集合资产管理规模 218.18 亿元, 同比增长 16.2%, 实现净收入 2.68 亿元, 定向资产管理业务规模 708.70 亿元, 同比增长 54.6%, 实现净收入 2.49 亿元, 专项资产管理业务规模 105.62 亿元, 同比增长 623.15%, 实现净收入 0.29 亿元, 公募基金资产规模 333.74 亿元, 同比增长 40.5%, 实现净收入 3.41 亿元, 私募基金资产规模 13.19 亿元, 同比增长 40.1%, 实现净收入 0.06 亿元, 资产管理整体规模同比增长 42.9%, 实现快速发展。

图表 17: 东证资管资产管理业务规模(亿元), 同比(%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 18: 东证资管资产管理收入(亿元), 综合费率(%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

■ 2016 年度, 东方证券整体主动管理规模占总受托资产管理规模持续提升

至 92.7%，公司为第一大股东的汇添富基金资产管理规模超过 4838 亿并成功，其主动管理权益型公募基金近三年、五年业绩稳居前十大基金公司首位。总体来看公司去通道加强主动管理顺应行业发展大趋势，我们认为，公司未来有望在、继续提升高收益集合资产管理业务（2016A 收益率 5.5%）能力，积极推进公募基金等新业务快速发展（收益率仅次于资产管理业务，2016A 为 1.02%），提升综合收益水平。

投行业务：合资券商投行业绩亮眼，有望受益行业 IPO 提速

- **行业 IPO 提速常态化，再融资规范化发展。**2016 年 11 月起，IPO 审核进入提速期，截止 2016 年 12 月 30 日，证监会共计核发了 280 家企业的首发申请（1-12 月分别为 7 家、9 家、15 家、14 家、9 家、16 家、27 家、26 家、26 家、28 家、52 家、51 家），同比增长 10%，IPO 审核通过率 91.14%，与 2015 年基本持平，合计筹资总额 1843 亿元，进入 2017 年，监管层鼓励发展实体经济，IPO 提速保质保量，明确“严监管、防风险、改善市场生态环境”的政策导向。2 月 10 日，证券期货监管工作会议举行，对于 IPO 提速提出要抓住时机推进新股发行常态化规范，同时对上市公司忽悠式融资、跟风式融资继续保持“零容忍”态度，我们认为，此举对于有利于 IPO 整体融资质量上升，在资本市场为实体经济服务市场导向下，严格市场监管，行业规范发展，有利于具有优质盈利能力及风险管控能力的企业上市进程加速，有助于券商 IPO 业务质量的提升。截至 2017 年 4 月 18 日，证监会本年度累计核发 125 家企业首发申请，审核通过率 88.05%，IPO 提速进入快速发展阶段。

图表 19：IPO 及再融资政策总结

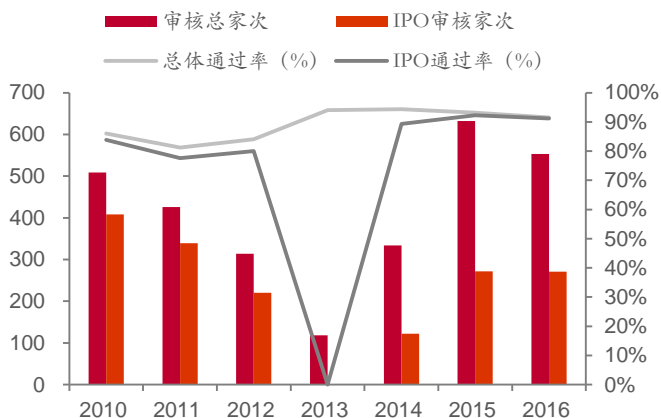
15 年 10 月到 16 年 10 月	16 年 11 月至今	17 年之后
防范上市公司融资行为	政策宽松信号出现	预计政策边际回暖
2015 年 11 月 6 日发布《首次公开发行股票并上市管理办法》、《关于首发及再融资、重大资产重组摊薄即期回报有关事项的指导意见》，“预缴款”变“后缴款”，自 2016 年 1 月 1 日起施行	跨界并购重组案例增多	IPO 提速常态化，预计 2-3 年解决当前 IPO 存量企业
2016 年 9 月 9 日，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》，坚持兜底条款以应对更加复杂的规避借壳的交易方案出现；进一步细化老股转让行为，并加以限售。修订了“冷淡期”的规定，即缩短终止重大资产重组进程的“冷淡期”，由 3 个月缩短至 1 个月	发展实体经济提速 IPO，审核提速，整体从严，通过率略有降低	2017 年 2 月 17 日，证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行了修订，发布了《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，实行发行期首日定价机制，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月

来源：中泰证券研究所

- 2017 年 2 月 17 日，证监会进一步完善上市公司非公开发行股票实施细则，规范上市公司再融资，明确“定价基准日为发行首日”、“增发股份数不超发行前总股本 20%”和“新发行董事会决议日距前次募资资金到位日

不少于 18 个月”，我们认为新规总体对券商投行业务影响有限，基准日及董事会决议日期新规对上市公司增发意愿和节奏形成一定影响，股份限制对增发融资金额总体影响不大，据我们统计，2012 年至今增发占比大于 20%的情况占比不超过 1/5。

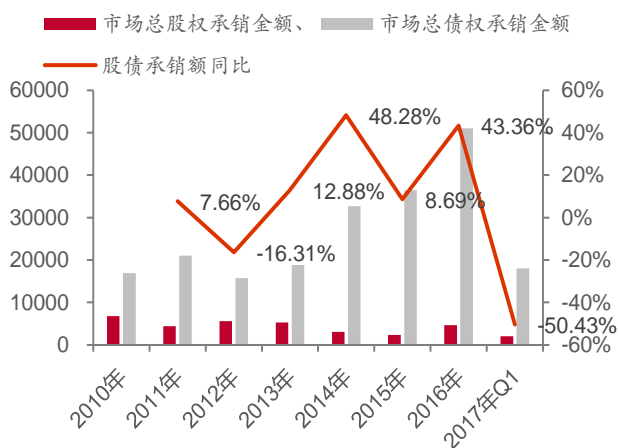
图表 20: 审核通过率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

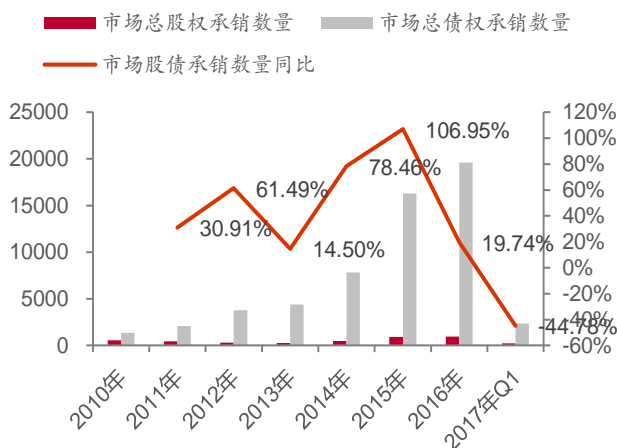
- 综上所述，我们认为 2017 年券商投行业务在 IPO 发行提速确立，再融资收紧已被市场普遍预期的总体背景之下，再融资新规影响券商估值程度有限，投行业绩将整体呈现上升趋势。

图表 21: 行业股/债主承销数量趋势 (个), 同比 (%)



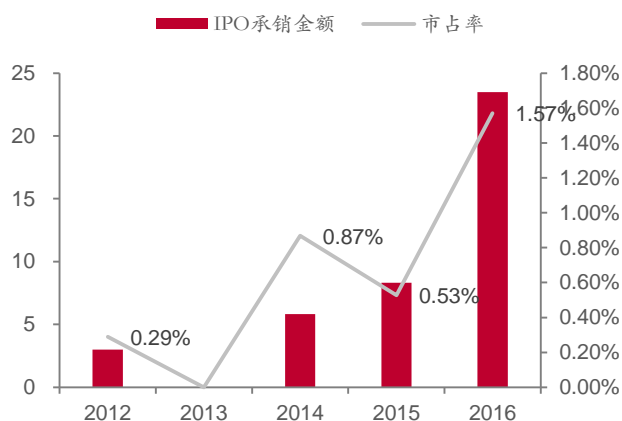
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 22: 行业股、债主承销规模趋势 (亿元), 同比 (%)

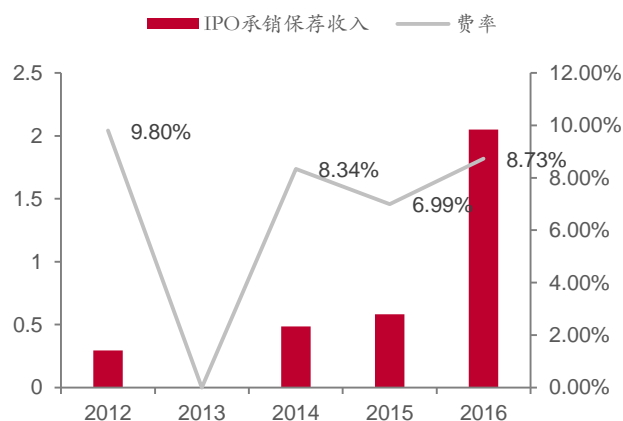


来源: wind, 中泰证券研究所

- 合资券商投行业绩亮眼，股权承销市场份额有所提升。公司主要通过持股 66.67%的子公司东方花旗及公司固定收益业务总部从事投资银行业务。2016 年度实现股权主承销 187.7 亿元，同比增长 233.1%，完成 IPO 项目 7 家，总金额 23.49 亿元，同比增长 119.5%，市占率提升至 1.57%，实现收入 2.05 亿元，同比增长 250.1%，再融资项目 15 个，融资金额 164.24 亿元，同比增长 191.4%，市占率提升至 1.09%，实现收入 1.14 亿元，同比增长 88.7%，股权承销量价齐升，业务实现快速增长。

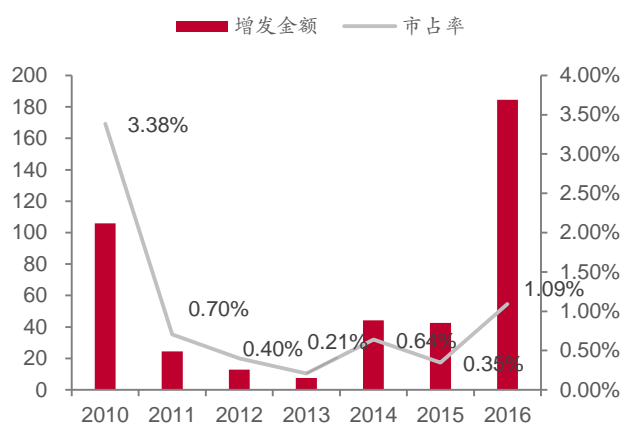
图表 23: 东方证券投行业务-IPO 规模 (亿元) 及市占率 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

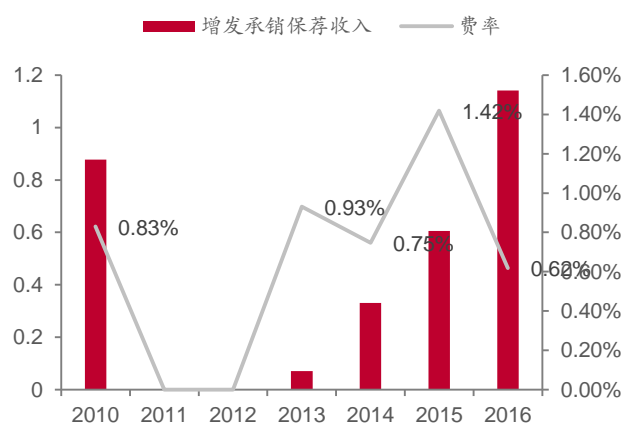
图表 24: 东方证券投行业务-IPO 收入 (亿元) 及费率 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

- 东方花旗及东方证券债券承销业务保持行业领先, 2016 年度完成主承销 67 家, 承销金额 897.9 亿元, 位列合资券商首位 (全行业第 17 位), 同比增长 50.1%, 市场占有率提升至 1.64%。公司合计承销保荐收益率 1.54%, 同比小幅上升。

图表 25: 东方证券投行业务-增发规模 (亿元) 及市占率 (%)


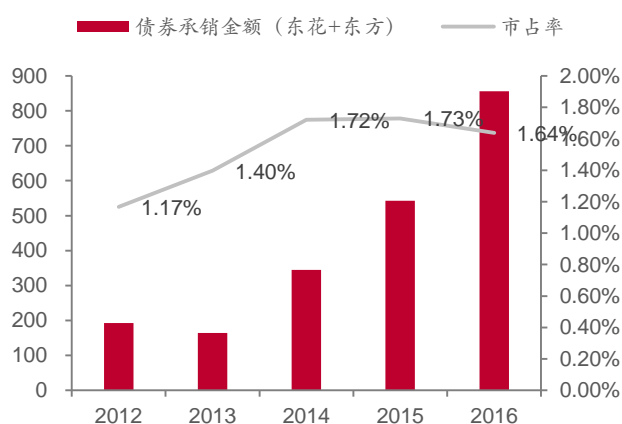
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 26: 东方证券投行业务-增发收入 (亿元) 及费率 (%)


来源: wind, 中泰证券研究所

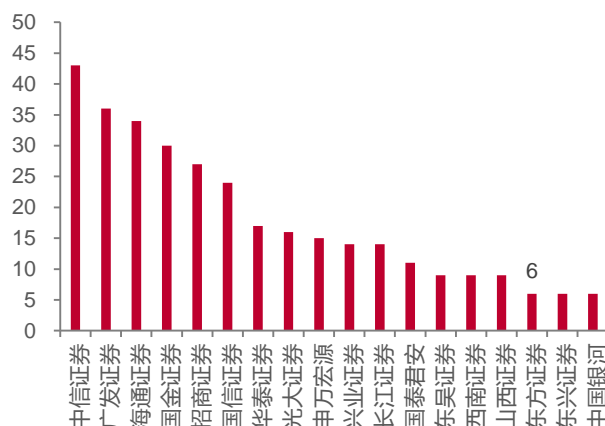
- 合资券商财务顾问业务能力较强。2016 年完成并购重组项目 11 家, 交易金额 372 亿元, 其中重大资产重组项目 7 家, 位列合资券商第 1 位 (行业第 11 位,); 跨境并购重组交易 2 家, 交易金额 266 亿元, 合资券商中排名第 1 位 (行业第 2 位)。

图表 27: 东方证券投行业务-债券承销规模 (亿元) 及市占率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 28: IPO 储备情况, 20170421



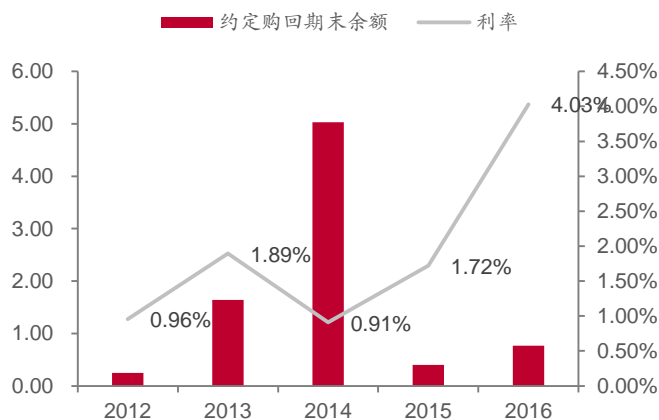
来源: 中国证监会, 中泰证券研究所

- 我们认为, 随着行业 IPO 提速的进一步深入, 公司投行业务收入有望提升, 从 2017 年 4 月 21 日证监会披露数据来看, 公司 IPO 项目储备 6 家, 根据我们测算, 公司历史 IPO 承销收益率较为稳定, 敏感性较低, 有望受益于行业投行业务快速发展。

信用交易业务: 股权质押业务高速增长, 资本金补充加速两融业务发展

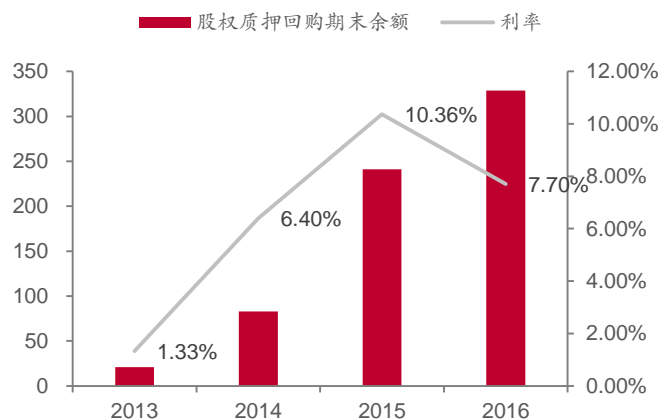
- 股权质押业务高速增长, 资本金补充促进融资融券业务发展。公司于 2013 年 7 月成功获得股权质押业务资格, 业务得以快速发展, 2014-2016 年业务规模同比增长分别为 299.6%、191.2%、44.5%, 截止 2016 年 12 月 31 日, 公司股权质押业务规模 348.6 亿元, 同比增长 43.5%, 市占率 2.8%, 行业排名 10, 利息收益率 7.32%, 同比小幅下降 2.66%, 我们认为, 随着同业竞争的加剧, 公司未来股权质押业务增长速度将趋于稳定。

图表 29: 约定购回交易规模 (亿元), 利息收益率 (%)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 30: 质押回购交易规模 (亿元), 利息收益率 (%)

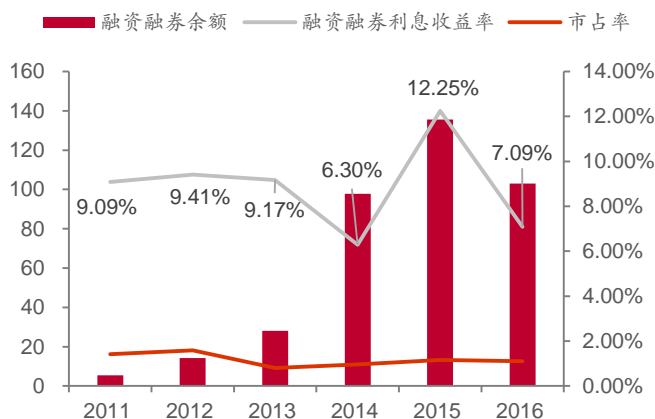


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司融资融券客户数为 2.59 万户, 同比增长 5.4%; 两融余额 103.1 亿元, 同比下降 24.0%, 市场占有率 1.1%, 行

业排名第 20 位，与经纪业务相比，公司融资融券规模较低，资本金补充后两融业务存在较大上升空间。

图表 31：东方证券融资融券业务规模（亿元），利息收益率及市占率（%）



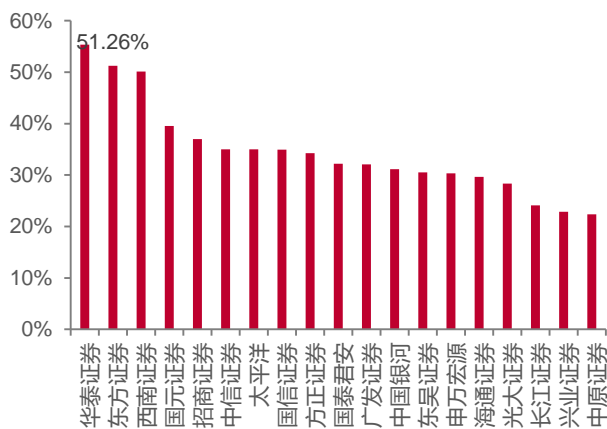
来源：中泰证券研究所

- 公司创新业务资格齐备，保持高速增长。**东方证券创新业务布局积极，在资产证券化、跨境投资及并购、新三板做市、柜台市场等业务领域创新能处于行业前列，拥有一定先发优势，截止 2016 年，公司柜台市场产品发行（销售）规模 187.6 亿元，存续规模约 205.4 亿元；私募基金托管及运营外包在线产品组合 416 只，同比增长 275.0%，业务规模 238.7 亿元，同比增长 229%，成为公司新的业务增长点。

自营业务：投资净收益占比位列行业首位，权益类投资保持领先地位

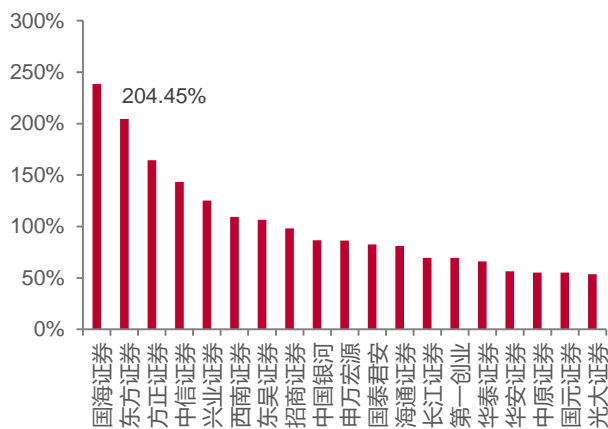
- 与主动管理相辅相成，自营业务收入弹性高。**东方证券自营业务投资净收益占营业收入比为上市券商中最高，2016 累计占比 46%，体现为公司业绩/股价随着市场上涨的弹性极大，根据目前已披露年报上市公司排序，东方证券自营权益类证券/净资本 51.26%，行业排名第 2，自营固收类证券/净资本比例分别为 204.45%，排名上市券商第 2。

图表 32：自营权益类/净资本（%），2016A



来源：wind，中泰证券研究所

图表 33：自营固收类/净资本（%），2016A

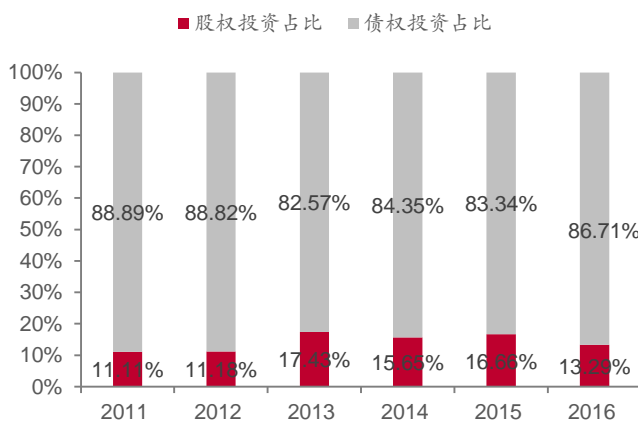


来源：wind，中泰证券研究所

- 公司自营资产权益投资规模行业领先。**权益类投资方面，2016 年度，公司自营股票投资规模 79.14 亿元，同比下降 13.9%，占总自营投资规模

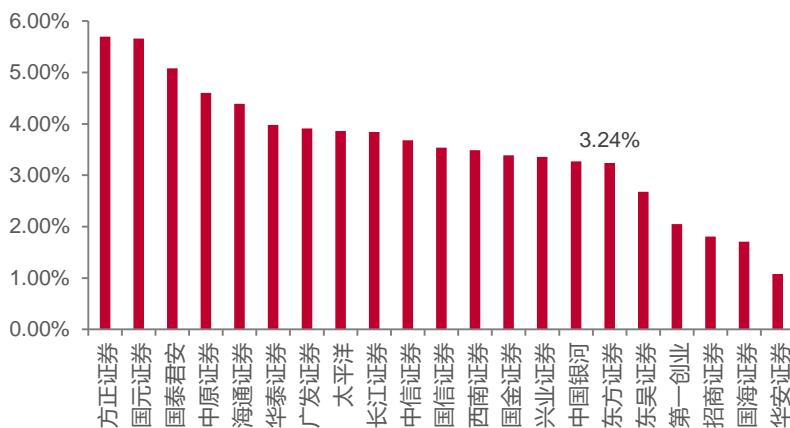
比例为 13.29%，同比小幅下降，但仍高于行业平均水平，面对 2016 年度市场的严峻考验，公司灵活调整投资策略，全资投资在 50 亿规模以上偏股型基金产品中相对收益排名位列第 4，在普通股票型基金产品中相对收益排名位列第 2，继续保持行业领先地位，我们认为，公司未来有望公司继续提升投研能力，加强海外投资能力，保持稳定收益。固定收益类自营交易方面，截止 2016 年，公司债券投资规模 405.30 亿元，同比增长 19.2%，完成银行间市场现券交割量 3.36 万亿，交易所市场完成交易量 1.6 万亿元，在券商中排名前列。2016 年实现自营业务净收入 36.14 亿元，综合收益率 3.24%。

图表 34: 自营资产配置情况 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 35: 自营投资收益率 (%), 2016



来源：wind，中泰证券研究所

- 风险控制方面，公司专注于自身及客户面临的风险，具有良好的风险控制能力，投资收益率在合理范围内波动，2017 年一季度公司自营业务收益显著提升，我们预计公司未来将在加强流动性风险管理基础上合理进行资产配置，同时适当调整杠杆率，自营业务收益有望稳步提升。

盈利预测与估值

盈利预测-核心假设

- **经纪业务:** 假定 2017 年市场日均股基交易额 6500 亿元左右, 公司目前拟定增 120 亿补充资本金, 预计经纪业务市场占有率将稳定在 1.35% 并逐步上升至 2019 年达到 1.5%, 佣金率随行业大趋势有所下降, 预计佣金率下滑幅度好于行业, 2017 年维持在 0.039% 左右。
- **信用业务:** 考虑到公司未来拟定增后资本消耗型业务资金本将得到充分补充, 且目前信用业务规模较小, 存在业务规模扩大预期, 预计 2017 年市场融资融券余额提升至 115 亿元, 市场占有率达到 1.15% 左右。
- **投行业务:** 假定 2017 年券商 IPO 承销额约 2500 亿元左右, 再融资规模 8000 亿元, 债券承销金额 40000 亿元, 公司及其子公司东方花旗目前拥有一定的项目储备, 预计股债承销及保荐业务市场份额保持稳定, 同时我们预计公司费率对市场竞争加剧敏感性较低, IPO、再融资、债券承销费率分别保持在 8.70%、0.65%、0.60% 左右。
- **资产管理业务:** 预计公司资产管理规模将继续增长, 预计年均增速 15% 左右, 同时各业务费率基本保持稳定。
- **我们预计东方证券 2017 年至 2019 年营业收入分别为 91.62/110.26/130.58 亿元, 同比增长 33.23%/20.35%/18.43%, 对应 2017 年至 2019 年归母净利润分别为 29.85/36.01/42.81 亿元, 同比增长 28.98%/20.66%/18.88%, 对应 EPS 分别为 0.48/0.58/0.69 元, BVPS 分别为 7.45/9.14/10.10 元。**

图表 36: 盈利预测

盈利预测 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	15434.71	6876.94	9161.93	11026.37	13058.36
手续费及佣金净收入	5829.93	4193.70	4836.28	5584.45	6381.26
其中: 经纪业务手续费净收入	3465.29	1638.30	1680.68	1809.97	1912.10
投资银行业务手续费净收入	894.78	1488.25	1557.85	1871.69	2226.02
资产管理业务手续费净收入	1395.98	892.78	1336.19	1536.61	1767.11
利息净收入	-258.80	-846.73	-1158.19	-893.53	-651.07
投资收益	9507.36	3613.86	4874.42	5665.21	6589.52
其中: 联营合营企业	436.30	398.58	498.23	622.78	778.48
公允价值变动损益	-401.70	273.08	314.04	361.14	0.00
汇兑收益	291.37	305.94	321.24	337.30	0.00
其他业务收入	15.71	26.44	30.41	34.97	40.21
二、营业支出	6040.26	4273.51	5497.16	6615.82	7835.02
税金及附加	818.25	199.06	329.83	396.95	470.10
业务及管理费	5222.38	3786.16	4837.50	5821.92	6894.82
资产减值损失	-0.37	288.26	274.86	330.79	391.75
其他业务成本	0.00	0.03	54.97	66.16	78.35
三、营业利润	9394.45	2603.43	3664.77	4410.55	5223.35
加: 营业外收入	122.34	220.07	275.09	343.86	429.83
减: 营业外支出	17.70	10.18	12.72	15.91	19.88
四、利润总额	9499.09	2813.32	3927.14	4738.51	5633.29
减: 所得税费用	2124.92	386.67	785.43	947.70	1126.66
五、净利润	7374.17	2426.65	3141.71	3790.80	4506.63
减: 少数股东损益	48.95	112.68	157.09	189.54	225.33
归母公司净利润	7325.22	2313.97	2984.62	3601.26	4281.30

来源: 公司年报, 中泰证券研究所

估值分析

- 我们根据营收、市值水平等因素，选取申万宏源、长江证券、招商证券等 10 家可比公司，采用可比公司法用 P/E、P/B 分别进行估值。

图表 37: 可比公司估值

	ROE 2016A	PE_2017E	PB_2017E	市值(亿元) 2017/04/26
申万宏源	10.55	18.57	1.86	1,187.35
长江证券	10.43	20.60	1.91	531.38
广发证券	10.29	13.26	1.49	1,223.99
招商证券	9.99	17.15	1.67	1,030.71
国信证券	9.27	20.24	2.19	1,140.62
中国银河	8.97	20.63	1.85	1,001.11
第一创业	7.61	88.35	7.08	554.25
方正证券	7.30	23.01	1.69	693.97
山西证券	3.76	38.08	1.76	290.51
西部 证券	0.00	33.20	2.81	481.15
平均		29.31	2.43	

来源: wind, 中泰证券研究所

注: 可比上市公司股价、市值取 2017 年 4 月 26 日收盘数据

- **PE 法:** 可比公司 PE 倍数平均值约为 29.3XPE_2017E, 考虑公司投研能力突出盈利能力强, 给予公司一定的估值溢价 35XPE_2017E, 对应公司 2017 年 EPS0.48 元, PE 估值法给出东方证券 2017 目标价 16.80 元。
- **PB 法:** 可比公司 PB 倍数平均值约为 2.43XPB_2017E, 给予公司 2.5XPB_2017E, 对应公司 2017 年 BVPS7.45 元, PB 估值法给出东方证券 2017 目标股价 18.63 元。
- 东方证券为综合业绩高弹性券商, 目前上市券商平均估值为 1.81x PB_2017E, 区间在 1.24-3.30x PB_2017E 之间。我们根据所选取的 10 家可比公司, 考虑到目前券商行业整体估值处于底部区域, 市净率估值法相比市盈率更为可靠, 故对公司估值采用 PB 估值法, 给予公司 2.50XPB_2017E, 目标价为 18.63 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- **二级市场持续低迷。** 公司具有传统投资优势的权益类自营业务规模相对较大, 其盈利及风险状况与市场景气程度高度相关。
- **金融监管发生超预期变化。** 公司业务与监管政策相关性高, 传统业务创新发展, 超预期监管变化将带来的业务结构超预期调整。

图表 38: 财务报表

资产负债表 (百万元)					损益表 (百万元)						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
总资产	207897.56	212411.09	247658.48	292681.12	345566.43	营业收入	15434.71	6876.94	9161.93	11026.37	13058.36
客户存款	43514.92	29201.54	34422.75	41189.62	48348.77	手续费及佣金净收入	5829.93	4193.70	4836.28	5584.45	6381.26
自有存款	11828.58	14967.20	17212.28	19794.12	22763.24	其中: 经纪业务净收入	3465.29	1638.30	1680.68	1809.97	1912.10
客户备付金	2213.34	7466.99	8605.69	10297.40	12087.19	投资银行业务净收入	894.78	1488.25	1557.85	1871.69	2226.02
自有结算备付金	6612.07	3037.51	3442.46	3958.82	4552.65	资产管理业务净收入	1395.98	892.78	1336.19	1536.61	1767.11
融出资金	14241.08	10651.59	11716.74	12888.42	14177.26	利息净收入	-258.80	-846.73	-1158.19	-893.53	-651.07
交易性金融资产	31870.85	23329.19	26828.57	30852.86	35480.79	投资收益	9507.36	3613.86	4874.42	5665.21	6589.52
买入返售金融资产	26498.22	34558.94	42851.87	55735.05	72496.98	公允价值变动损益	270.87	-401.70	273.08	314.04	361.14
可供出售金融资产	59876.72	77261.93	88851.22	102178.90	117505.73	其他业务收入	15.71	26.44	30.41	34.97	40.21
持有至到期投资	1214.00	212.06	243.87	280.45	322.52	营业支出	6040.26	4273.51	5497.16	6615.82	7835.02
其他资产合计	10023.49	11724.37	13483.03	15505.48	17831.31	业务及管理费	5222.38	3786.16	4837.50	5821.92	6894.82
总负债	172521.82	171473.26	200665.76	234996.34	281827.03	营业利润	9394.45	2603.43	3664.77	4410.55	5223.35
卖出回购金融资产款	47880.09	46398.94	53358.78	61362.60	70566.99	归母公司净利润	7325.22	2313.97	2984.62	3601.26	4281.30
代理买卖证券款	43193.27	35651.79	43028.44	51487.02	60435.96	EPS	1.46	0.41	0.48	0.58	0.69
应付债券	51962.49	64584.11	75714.11	89297.63	113047.63	BVPS	6.62	6.51	7.45	9.14	10.10
其他负债合计	29484.69	24838.63	28564.42	32849.09	37776.45	PE	9.97	35.49	30.30	25.11	21.12
所有者权益	35375.75	40937.83	46992.72	57684.78	63739.40	PB	2.20	2.23	1.95	1.59	1.44
股本	5281.74	6215.45	6215.45	6215.45	6215.45	ROA	4.68%	1.15%	1.37%	1.40%	1.41%
少数股东权益	417.63	454.93	704.89	865.27	956.09	杠杆率	5.88	5.19	5.27	5.07	5.42
归母公司净资产	34958.12	40482.90	46287.83	56819.51	62783.31	ROE	27.31%	6.36%	7.15%	7.24%	7.42%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。