

传媒

2017年10月23日

# 东方财富 (300059)

## ——可转债获批，证券业务不再受限资本规模

报告原因：强调原有的投资评级

**增持** (维持)

市场数据： 2017年10月20日

收盘价(元)	13.08
一年内最高/最低(元)	22.45/10.2
市净率	4.3
息率(分红/股价)	0.31
流通A股市值(百万元)	41702
上证指数/深证成指	3378.65 / 11238.88

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年06月30日

每股净资产(元)	3.04
资产负债率%	60.38
总股本/流通A股(百万)	4289/3188
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《东方财富(300059)点评：三季度预告：基本符合预期，证券业务增长乐观!》  
2017/10/16

《腾讯拟入股中金，O2O大资管浪潮掀起》  
2017/09/22

证券分析师

周建华 A0230517010001  
zhoujh@swsresearch.com  
刘洋 A0230513050006  
liuyang2@swsresearch.com

联系人

郭雅绮  
(8621)23297818x7400  
guoyq@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 2017年10月20日，东方财富公开发行46.5亿元可转换公司债券申请获得中国证监会发行审核委员会通过，债券期限为发行之日起六年，本次募集资金主要拟投入于公司券商业务的如下三方面。
- **增设证券经纪业务营业网点，提高服务能力和市场占有率。**凭借公司多年来积累的海量客户资源，东方财富证券获客能力显著攀升。根据交易所数据，2016年12月份东方财富证券股票成交量市场份额为1.22%，2017年8月为1.58%，而在9月份再次提升至1.67%。对比之下，现有网点的数量和布局远不能满足现有和新增用户的服务需求。此次募集资金中计划投入1亿用于达成百强县网点基本覆盖的总体目标，形成线下营销服务基础体系。
- **信用交易业务发展障碍消除，市场份额快速提升可期。**以融资融券业务为代表的信用交易业务在公司17H1总收入中占比18%，已成为东方财富证券的重要收入来源和未来新的增长点。根据交易所数据，东方财富证券9月期末融资融券余额市场占比已经从上个月的0.76%环比提升至0.85%。该项业务为资本消耗型业务，本次募集资金中不超过40亿将用于信用交易业务，资金规模受限的情况不再。
- **扩大证券投资业务和创新规模，优化盈利模式。**一方面，此次可转债募集金额中不超过4亿元将投入于东方财富证券的证券投资业务，在风险可控的前提下，进一步扩大证券投资规模，增加投资范围，丰富收入来源。另一方面，对同信投资的增资将助力证券公司对直投业务进行探索。股权投资业务是证券公司业务整体价值链的前端，可进一步拓宽公司资金应用领域，优化收入结构，减少证券市场波动对经营业绩可能造成的不利影响。
- **公司处于新一轮成长期，总营收Q3拐点确认，证券业务市场份额继续快速提升，长期具备投资价值，维持“增持”评级。**1) 根据业绩预告披露，公司2017年前三季度，营业总收入同比小幅增长。因此可以推断公司Q3单季度至少实现营收6.54亿以上，而去年同期营收5.82亿，单季度同比增长至少12.37%，Q3拐点确认。2) 公司处于新一轮成长期，2016/2017年为公司成本扩张大年。若中长期伴随公司各项业务进入规模效应区间，则费用增长将远低于收入增速，利润有望快速释放。公司打造的一站式金融服务平台预计将于明后年形成闭环，长期具备投资价值! 3) 维持盈利预测不变，预计公司2017/2018/2019年归母净利润为6.04亿、9.99亿、17.17亿。DCF估值得出公司内在价值16.53元，对应市值709亿，维持“增持”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,352	1,094	2,671	3,734	5,326
同比增长率(%)	-19.62	-6.17	13.60	39.80	42.70
净利润(百万元)	714	260	604	999	1,717
同比增长率(%)	-61.39	-22.77	-15.30	65.50	71.80
每股收益(元/股)	0.20	0.06	0.14	0.23	0.40
毛利率(%)	73.2	58.1	85.6	89.2	91.6
ROE(%)	5.6	2.0	4.3	6.8	10.7
市盈率	65		93	57	33

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 1. 46.5 亿可转债获批，公司拟全部投入于证券业务

2017 年 10 月 20 日，中国证券监督管理委员会发行审核委员会 2017 年第 7 次工作会议对东方财富的公开发行可转换公司债券申请进行了审核。根据审核结果，东方财富本次公开发行可转换公司债券申请获得通过。

此次可转债发行规模为不超过人民币 46.5 亿元（含 46.5 亿元），债券期限为发行之日起六年。本次募集资金拟投资项目及拟投入金额如下表所示：

**表 1：此次可转债募集资金主要投入于信用业务**

序号	拟投资项目名称	募集资金拟投入金额
1	信用交易业务，包括两融业务及股票质押业务等	不超过 40 亿元
2	证券投资业务	不超过 4 亿元
3	对东方财富证券全资子公司同信投资有限责任公司进行增资	不超过 1 亿元
4	增设证券经纪业务营业网点	不超过 1.5 亿元
合计		不超过 46.5 亿元

资料来源：公司公告，申万宏源研究

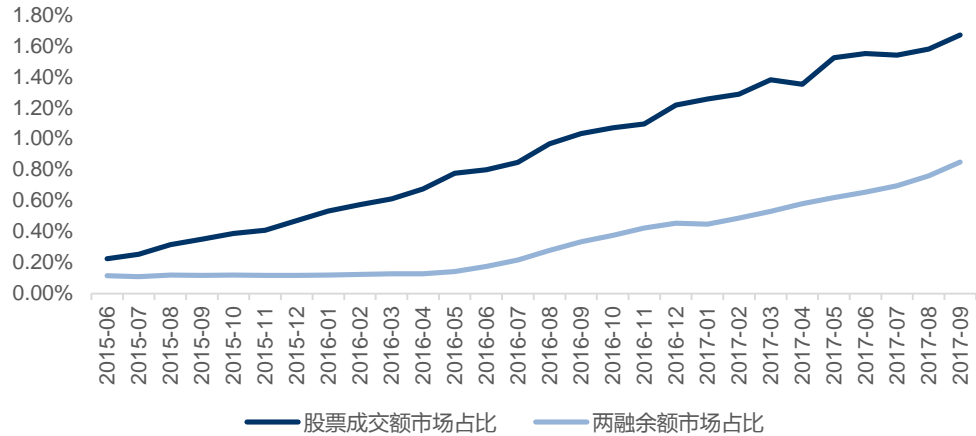
### 1.1 资本金为券商业务重要竞争力，三方面可提升

东方财富证券所属的证券行业是与资本规模高度相关的行业，资本规模在很大程度上决定了证券公司的竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力。因此，东方财富证券拟利用本次可转债募集资金将在至少如下三个方面提升公司经验能力和行业竞争力。

#### 1.1.1 增设证券经纪业务营业网点，提高服务能力和市场占有率

凭借公司多年来积累的海量客户资源，东方财富证券获客能力显著攀升。根据交易所数据，2016 年 12 月份东方财富证券股票成交量市场份额为 1.22%，2017 年 8 月为 1.58%，而在 9 月份再次提升至 1.67%。对比之下，现有网点的数量和布局远不能满足现有和新增用户的服务需求，急需扩展营业网点规模。东方财富证券制定了网点设立地筛选评分标准，力争实现全国所有省（自治区、直辖市）服务全覆盖，经济发达地区地级市网点全覆盖，资源潜力大的百强县网点基本覆盖的总体目标，形成线下营销服务基础体系，进一步拓展业务覆盖面，全面追赶一流经纪商。

**图 1：东方财富证券经纪业务市占率持续提升**



资料来源：Wind，交易所，申万宏源研究

### 1.1.2 信用交易业务发展障碍消除，市场份额快速提升可期。

以融资融券业务为代表的信用交易业务在公司 17H1 总收入中占比 18%，已成为东方财富证券的重要收入来源和未来新的增长点。根据交易所数据，东方财富证券 9 月期末融资融券余额市场占比已经从上个月的 0.76% 环比提升至 0.85%。该项业务为资本消耗型业务，根据《关于证券公司风险资本准备计算标准的规定》的要求，“证券公司经营融资融券业务的，应该分别按对客户融资业务规模 5%、融券业务规模的 10% 计算融资融券业务风险资本准备”。本次募集资金中不超过 40 亿将用于包括融资融券业务、约定式购回业务及股票质押式回购交易等在内的信用交易业务。东方财富证券融资融券规模和市场占有率的进一步提升受到资金规模的限制的情况不再。根据股票成交额市场份额滞后于新开户数据，两融业务市场份额滞后于股票成交额市场份额的客观规律，包括两融业务在内的信用业务在未来两到三年的高速增长可期。

### 1.1.3 扩大证券投资业务和创新规模，优化盈利模式

一方面，此次可转债募集金额中不超过 4 亿元将投入于东方财富证券的证券投资业务，在风险可控的前提下，进一步扩大证券投资规模，增加投资范围，丰富收入来源。另一方面，对同信投资的增资将助力证券公司对直投业务进行探索。股权投资业务是证券公司业务整体价值链的前端，可进一步拓宽公司资金应用领域，优化收入结构，减少证券市场波动对经营业绩可能造成的不利影响。

## 1.2 公司经纪业务和两融业务市占率继续快速提升，维持“增持”评级。

公司处于新一轮成长期，总营收 Q3 拐点确认，经纪业务和两融业务市场占比继续快速提升，长期具备投资价值，维持“增持”评级。

1) 根据业绩预告披露, 公司 2017 年前三季度, 营业总收入同比小幅增长。因此可以推断公司 Q3 单季度至少实现营收 6.54 亿以上, 而去年同期营收 5.82 亿, 单季度同比增长至少 12.37%, Q3 拐点确认。

2) 公司处于新一轮成长期, 2016/2017 年为公司成本扩张大年。若中长期伴随公司各项业务进入规模效应区间, 则费用增长将远低于收入增速, 利润有望快速释放。公司打造的一站式金融服务平台预计将于明后年形成闭环, 长期具备投资价值!

3) 维持盈利预测不变, 预计公司 2017/2018/2019 年归母净利润为 6.04 亿、9.99 亿、17.17 亿。DCF 估值得出公司内在价值 16.53 元, 对应市值 709 亿, 维持“增持”评级。

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	612	2,926	2,352	2,671	3,734	5,326
营业收入同比增长率 (yoy)	146.31%	378.08%	-19.62%	13.60%	39.80%	42.70%
减: 营业成本	149	324	323	386	403	450
毛利率 (%)	75.72%	88.48%	73.15%	85.60%	89.20%	91.60%
减: 营业税金及附加	24	46	52	68	79	122
主营业务利润	440	2,443	828	2,217	3,252	4,754
主营业务利润率 (%)	71.83%	86.86%	68.84%	83.00%	87.09%	89.26%
减: 销售费用	115	203	266	330	448	633
减: 管理费用	184	394	1,114	1,301	1,792	2,290
减: 财务费用	-60	-108	-67	-68	-74	-72
经营性利润	200	1,955	-485	654	1,086	1,903
经营性利润同比增长率 (yoy)	-19554.92%	876.41%	-124.82%	-1.47%	66.06%	75.23%
经营性利润率 (%)	32.71%	69.49%	-40.32%	24.49%	29.08%	35.73%
减: 资产减值损失	6	18	17	15	15	15
加: 投资收益及其他	0	39	45	0	0	0
营业利润	194	2,111	667	638	1,070	1,879
加: 营业外净收入	3	60	131	65	85	94
利润总额	197	2,171	798	703	1,155	1,973
减: 所得税	32	322	86	100	157	257
净利润	166	1,849	712	603	999	1,715
少数股东损益	0	0	-1	0	-1	-2
归属于母公司所有者的净利润	166	1,849	714	604	999	1,717
净利润同比增长率 (yoy)	3213.59%	1015.45%	-61.39%	-15.30%	65.50%	71.80%
全面摊薄总股本	1,210	1,854	3,558	4,289	4,289	4,289
每股收益 (元)	0.14	1.09	0.21	0.14	0.23	0.40
归属母公司所有者净利润率 (%)	27.08%	65.72%	59.33%	-	-	-
ROE	8.82%	22.63%	5.57%	4.30%	6.80%	10.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)



## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。