

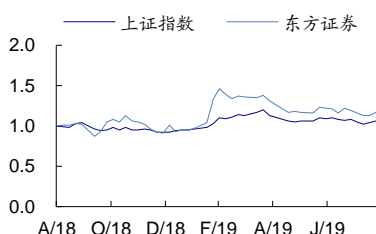
证券研究报告—动态报告

东方证券(600958)
增持

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	6,994/5,677
总市值/流通(百万元)	70,636/57,341
上证综指/深圳成指	2,891/9,398
12个月最高/最低(元)	14.01/7.53

相关研究报告:

《东方证券-600958-主动管理能力突出的特色券商》——2019-06-11

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165

E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164

E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

资管低于预期, 自营改善

● 营业收入同比增长 89%, 净利润同比增长 69%

上半年, 公司实现营业收入 80.79 亿元, 同比增长 88.9%; 实现归母净利润 12.1 亿元, 同比增长 69.0%。公司加权 ROE 为 2.31%, 同比增加 0.94 个百分点。经纪、投行、资管、自营、利息净收入占比分别为 10%、7%、10%、24%和 6%。

● 资管业务低于预期

公司资管业务收入为 8.34 亿元, 同比下降 45%。资管规模为 2040 亿元, 较年初增长 2%, 其中, 券商公募基金规模为 955 亿元, 较年初增长 12%。主动管理规模为 2014 亿元, 占比高达 98.7%。资管规模整体变化不大, 但收入下滑幅度大, 预计主要因为主动管理业务业绩报酬下滑。

● 严控权益投资绝对风险, 债券自营规模稳步提升。

自营投资收益同比增长 31%, 自营规模为 933 亿元, 较年初增长 8.5%。其中, 股票、基金、债券规模分别为 54、18、846 亿元, 增速分别为 56%、-41%、9%。利息净收入同比增长 26%, 两融余额为 111 亿元, 较年初增长 14%; 股票质押业务余额为 240.5 亿元, 较历史峰值收缩近三分之一, 控规模成效显著。计提信用减值损失 4.7 亿元, 同比增长 376%。

● 投行业务收入同比下降 8%

股权承销规模为 60.1 亿元, 同比下降 1.1%, 其中 IPO 承销规模为 10.2 亿元, 同比增长 21%。项目储备丰富, 目前共有 10 个 IPO 项目, 8 个再融资项目。信用债承销金额为 505 亿元, 同比增长 75%。代理买卖证券业务净收入市占率为 1.54%, 较 2018 年下降 0.16 个百分点, 行业排名第 20。

● 投资建议

公司是自营与资管驱动的特色券商, 主动管理能力难以被复制, 投资管理业务保持行业领先地位。目前公司 PB 估值为 1.3 倍, 较行业估值折价较多, 估值中枢有望继续提升, 维持“增持”评级。

● 风险提示

股市波动冲击自营投资收益; 市场交投活跃度下降。

盈利预测和财务指标

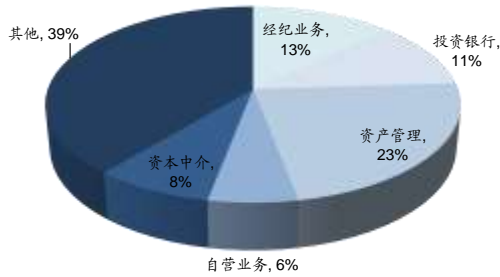
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,531	10,303	14,308	17,300	20,367
(+/-%)	53.2%	-2.2%	38.9%	20.9%	17.7%
净利润(百万元)	3,603	1,281	2,582	3,443	4,374
(+/-%)	53.7%	-65.4%	101.4%	33.3%	32.3%
摊薄每股收益(元)	0.51	0.18	0.35	0.47	0.63
EBIT Margin					
净资产收益率(ROE)	6.7%	2.4%	4.7%	6.0%	7.5%
市盈率(PE)	20	57	28	21	16
市净率(PB)	1.33	1.37	1.34	1.28	1.21

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

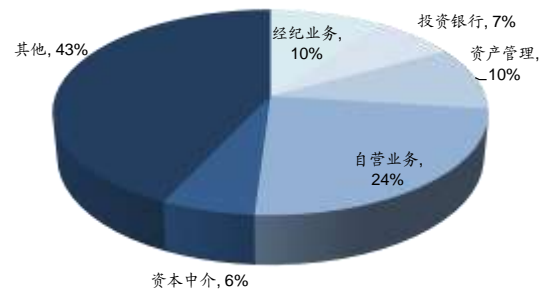
2019年上半年,公司实现营业收入80.79亿元,同比增长88.9%;实现归母净利润12.1亿元,同比增长69.0%。公司杠杆倍数为4.01倍,较年初上升0.24倍。公司加权ROE为2.31%,同比增加0.94个百分点。经纪、投行、资管、自营、利息净收入占比分别为10%、7%、10%、24%和6%,其他业务收入主要为大宗商品销售收入。

图 1: 2018 年公司业务结构



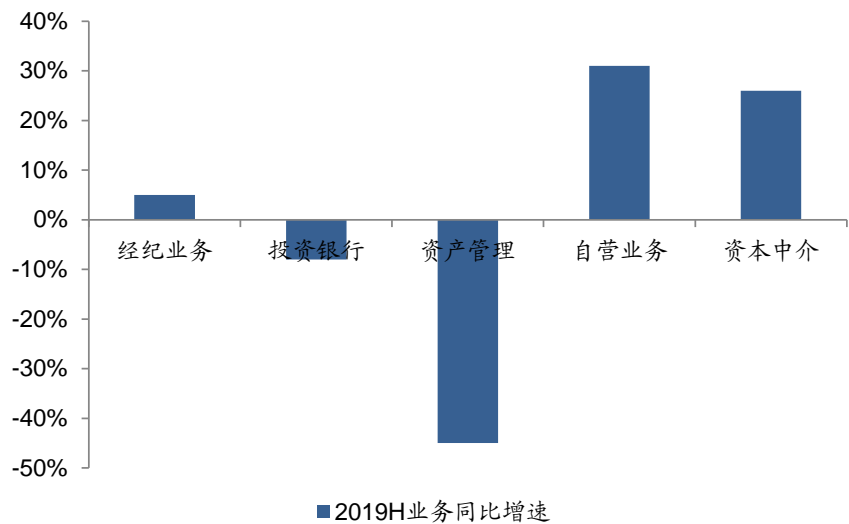
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 2019H 公司业务结构



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 公司各业务同比增速



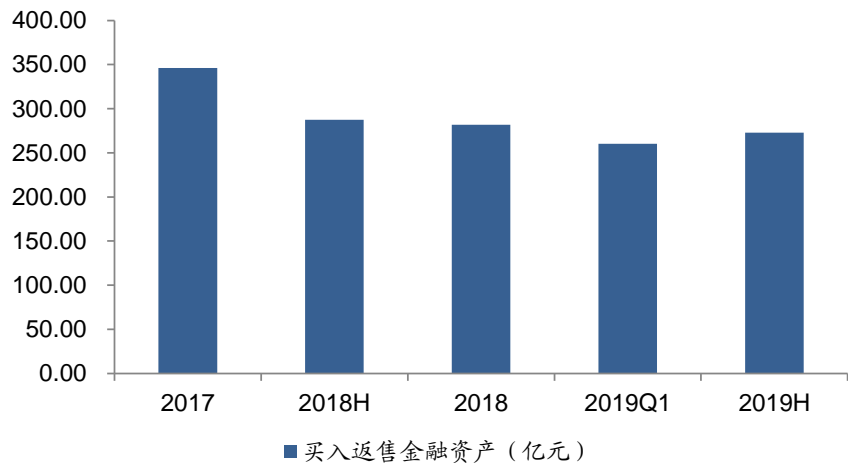
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司资管业务收入为8.34亿元,同比下降45%。资管规模为2040亿元,较年初增长2%,其中,券商公募基金规模为955亿元,较年初增长12%。主动管理规模为2014亿元,占比高达98.7%。资管规模整体变化不大,但收入下滑幅度大,预计主要因为主动管理业务业绩报酬下滑。

严控权益投资绝对风险,债券自营规模稳步提升。自营投资收益同比增长 31%, 自营规模为 933 亿元,较年初增长 8.5%。其中,股票、基金、债券规模分别为 54、18、846 亿元,增速分别为 56%、-41%、9%。

主动降低股票质押规模,积极化解风险。利息净收入同比增长 26%,两融余额为 111 亿元,较年初增长 14%;股票质押业务余额为 240.5 亿元,较历史峰值收缩近三分之一,控规模成效显著。计提信用减值损失 4.7 亿元,同比增长 376%。投行业务收入同比下降 8%。股权承销规模为 60.1 亿元,同比下降 1.1%,其中 IPO 承销规模为 10.2 亿元,同比增长 21%。项目储备丰富,目前共有 10 个 IPO 项目,8 个再融资项目。公司积极把握行业机遇,信用债主承销金额为 505 亿元,同比增长 75%。经纪业务收入同比增长 5%。代理买卖证券业务净收入市占率为 1.54%,较 2018 年下降 0.16 个百分点,行业排名第 20。

图 4: 公司买入返售金融资产规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司是自营与资管驱动的特色券商,主动管理能力难以被复制,投资管理业务保持行业领先地位。目前公司 PB 估值为 1.3 倍,较行业估值折价较多,估值中枢有望继续提升,维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	46,119	49,088	48,696	48,696	营业收入	10,303	14,308	17,300	20,367
交易性及衍生金融资产	52,353	70,677	94,008	117,510	手续费及佣金净收入	4,989	5,541	6,771	7,526
存出保证金	1,025	745	820	820	利息净收入	871	1,045	1,254	1,505
长期股权投资	4,015	4,500	5,000	5,500	投资净收益及公允价值变动	662	3,542	4,678	6,739
资产总计	226,870	258,263	295,181	332,933	其他业务收入	3,781	4,179	4,597	4,597
代理买卖证券款	32,059	26,088	28,696	28,696	营业支出	9,045	11,064	12,949	14,503
卖出回购及拆入资金	60,443	76,191	91,944	107,555	营业税金及附加	72	143	173	204
短期融资券、应付债券及长短期借款	72,182	50,000	59,000	65,000	管理费用	5,039	7,011	8,477	9,572
经营性负债及其他	9,913	52,960	59,818	72,394	其他业务成本	3,777	3,890	4,279	4,707
负债合计	174,597	205,239	239,458	273,645	营业利润	1,258	3,244	4,351	5,863
股本	6,994	6,994	6,994	6,994	营业外净收支	74	80	80	80
其他所有者权益	44,745	45,655	48,216	51,598	利润总额	1,332	3,324	4,431	5,863
归属母公司所有者权益	51,739	52,649	55,210	58,592	所得税费用	51	741	988	1,308
少数股东权益	533	376	513	696	少数股东损益	50	103	138	182
负债和股东权益总计	226,869	258,263	295,181	332,933	归属于母公司净利润	1,231	2,479	3,305	4,374

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.18	0.35	0.47	0.63
每股红利				
每股净资产	7.40	7.53	7.89	8.38
ROIC				
ROE	2.4%	4.7%	6.0%	7.5%
收入增长	-2.2%	38.9%	20.9%	17.7%
净利润增长率	-65.4%	101.4%	33.3%	32.3%
资产负债率	77.0%	79.5%	81.1%	82.2%
P/E	57	28	21	16
P/B	1.37	1.34	1.28	1.21
EV/EBITDA				

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032