

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.95
合理价格区间(元): 11.33~12.08

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

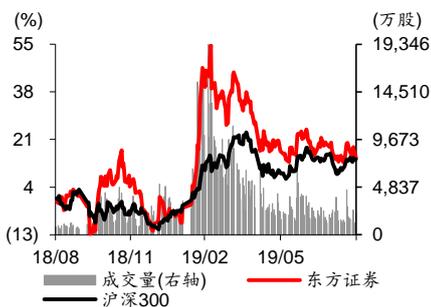
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

蒋昭鹏 0755-82492038
联系人 jiangzhaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《东方证券(600958,买入): 自营表现不佳, 关注业绩高弹性》2019.03
- 2《东方证券(600958,买入): 投资资管业务发展, 业绩大幅提升》2018.03

一年内股价走势图



资料来源: Wind

自营提振业绩, 稳步创新发展

东方证券(600958)

投资类业绩改善驱动业绩向上, 主动投资能力优势突出

2019H1 归母净利润 12.1 亿元, 同比+69%; 营业收入 80.8 亿元, 同比+89%; 基本 EPS 为 0.17 元, 加权 ROE 为 2.31% (未年化)。和业绩快报基本一致。综合来看, 投资类业绩改善驱动业绩向上, 但资管收入下滑和减值损失增加对业绩造成一定拖累。公司主动投资能力优势突出, 稳步探索创新发展。预计 2019-2021 年 EPS 为 0.28/0.36/0.45 元, BPS 为 7.55/7.75/8.00, 维持买入评级, 目标价 11.33-12.08 元。

投资能力优秀, 上半年投资类收入显著增厚业绩

投资业绩增厚利润。权益类投资方面, 严格控制绝对风险限额下寻找合适的投资机会; 同时通过集团内协作尽力开拓多样化的投资渠道。固收类持续提升投研竞争力及国际化水平, 债券自营规模稳步提升。黄金和大宗商品方面, 在多个交易所市场开展自营交易业务, 业务整体规模稳居券商前列。19H1 末, 交易性金融资产中股票投资规模 77 亿元, 较年初+19%; 债券投资规模 (交易性金融资产中债券+债权投资+其他债权投资) 1009 亿元, 较年初+6%。19H1 自营净收入 16.4 亿元, 同比+644%。

资管主动管理能力行业领先, 投行各项业务发展稳健

东证资管领跑主动管理业务, 期末 AUM 达 2040 亿元, 较年初+2%。其中主动管理规模占比高达 98.7%。根据证券业协会统计, 上半年东证资管资管业务净收入行业第 2。19H1 资管净收入 8.3 亿元, 同比-45%, 预计受业绩提成差异等因素影响。投行发展稳健, 积极备战科创板, 加大集团协同力度。19H1 投行净收入 5.3 亿元, 同比-8.1%。2019 年 5 月公司与花旗亚洲签订东方花旗证券 33.33% 股权转让协议, 交易尚待监管批准。

经纪推动财富管理和互联网金融, 证券金融平稳发展

经纪持续推进向财富管理转型, 同推动金融科技赋能财富管理数字化转型。19H1 经纪净收入 7.8 亿元, 同比+5%。证券金融中, 两融风控能力扎实, 期末融出资金余额 112 亿元, 较年初+13%。股票质押主动降低规模、采用多种途径积极化解风险。期末股票质押式回购余额 229 亿元, 较年初-5%。利息净收入 5.2 亿元, 同比+26%, 主要受利息支出下滑驱动。但上半年公司计提 4.1 亿元买入返售金融资产减值损失, 对业绩造成一定拖累。

主动投资能力较强, 多业务享有行业品牌优势

公司主动投资能力较强, 资管、自营等具有品牌优势。综合考虑当前市场环境变化和公司上半年业绩, 下调公司资管收入预测并增加减值损失预测, 预计 2019-2021 年 EPS 0.28/0.36/0.45 元 (前值 0.38/0.46/0.55 元), 对应 PE 35、27 和 22 倍。预测 2019-2021 年 BPS 7.55/ 7.75/8.00 元 (前值 7.61/7.86/8.16 元), 对应 PB 1.32、1.28 和 1.24 倍, 可比公司 2019PBwind 一致预期平均数 1.24。综合考虑公司主动投资能力强, 业绩弹性较大, 以及当前市场环境较前次预测时的变化, 给予溢价至 2019PB1.5~1.6 倍, 目标价 11.33-12.08 元, 维持买入评级。

风险提示: 业务开展不如预期, 市场波动风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	6,994
流通 A 股 (百万股)	5,677
52 周内股价区间 (元)	7.65-13.58
总市值 (百万元)	69,587
总资产 (百万元)	247,225
每股净资产 (元)	7.53

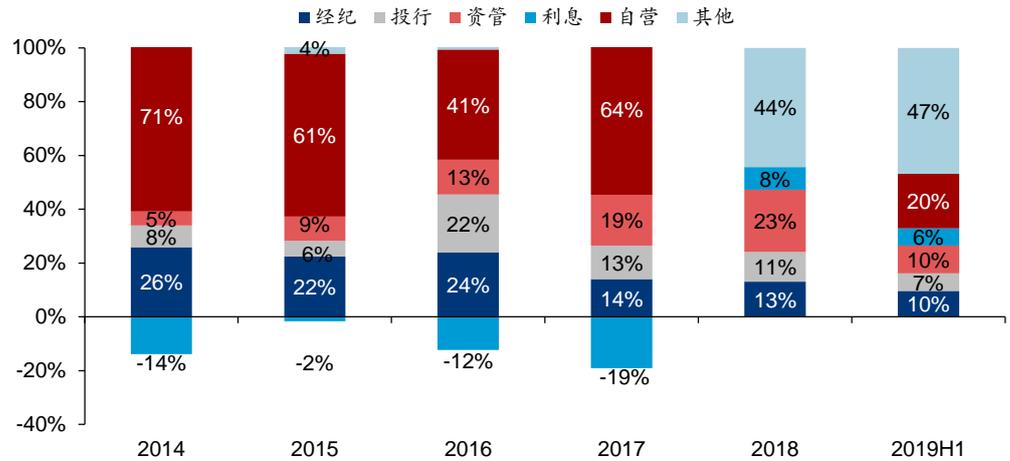
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,532	10,303	13,109	13,764	15,044
+/-%	53.14	(2.17)	27.23	4.99	9.30
归属母公司净利润 (百万元)	3,554	1,231	1,975	2,543	3,179
+/-%	53.57	(65.36)	60.45	28.75	25.02
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	0.18	0.28	0.36	0.45
PE (倍)	19.58	56.53	35.23	27.36	21.89

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 东方证券收入结构图



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 东方证券可比公司 PE、PB wind 一致预期

公司	代码	EPS(2019E)	BPS (2019E)	PE (2019E)	PB (2019E)
华泰证券	601688.SH	0.88	12.29	22	1.54
广发证券	000776.SZ	0.93	11.94	14	1.11
招商证券	600999.SH	0.95	11.78	17	1.36
光大证券	601788.SH	0.58	10.77	19	1.00
兴业证券	601377.SH	0.30	5.15	20	1.18
中位数				19	1.18
平均数				18	1.24

注: 股价取自 2019 年 8 月 30 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 东方证券 BPS 预测表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归属母公司净利润 (百万元)	3,554	1,231	1,975	2,543	3,179
分红率	39%	48%	45%	45%	45%
归属于母公司所有者权益 (百万元)	52,986	51,739	52,826	54,225	55,973
股本 (百万)	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
BPS (元)	7.58	7.40	7.55	7.75	8.00

注: 归属于母公司所有者权益 (预测) = 上期归属于母公司所有者权益 + 本期归属母公司净利润 * (1 - 分红率)

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

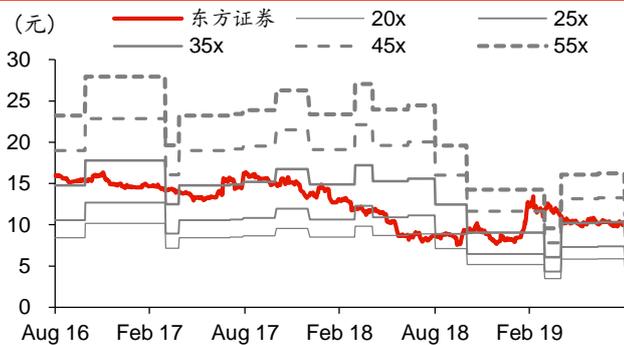
图表4： 东方证券盈利预测表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
一、营业收入	10,532	10,303	13,109	13,764	15,044
手续费及佣金净收入	5,006	4,989	4,417	4,897	5,053
经纪业务手续费净收入	1,472	1,352	1,365	1,391	1,449
投资银行业务手续费净收入	1,323	1,136	1,284	1,474	1,632
资产管理业务手续费净收入	1,977	2,380	1,648	1,893	2,172
利息净收入	-2,010	871	965	1,019	1,057
投资净收益	5,528	2,593	2,255	2,323	2,849
对联营企业和合营企业的投资收益	477	664	736	762	812
公允价值变动净收益	1,687	-1,931	567	671	808
汇兑净收益	-130	-18	14	37	42
其他收益	0	0	0	0	0
其他业务收入	450	3,799	4,892	4,817	5,235
二、营业支出	6,427	9,046	10,737	10,853	11,665
税金及附加	66	72	83	89	100
管理费用	5,503	5,039	5,269	5,781	6,159
减值损失(注)	434	157	535	206	217
其他业务成本	424	3,778	4,851	4,776	5,189
三、营业利润	4,105	1,258	2,372	2,911	3,378
加：营业外收入	312	130	141	111	43
减：营业外支出	28	56	86	40	50
四、利润总额	4,389	1,331	2,426	2,982	3,371
减：所得税	785	51	437	453	566
五、净利润	3,603	1,281	1,989	2,529	2,805
减：少数股东损益	49	50	54	26	29
归属于母公司所有者的净利润	3,554	1,231	1,975	2,543	3,179
六、每股收益	0.51	0.18	0.28	0.36	0.45

注：减值损失=资产减值损失+信用减值损失+其他资产减值损失

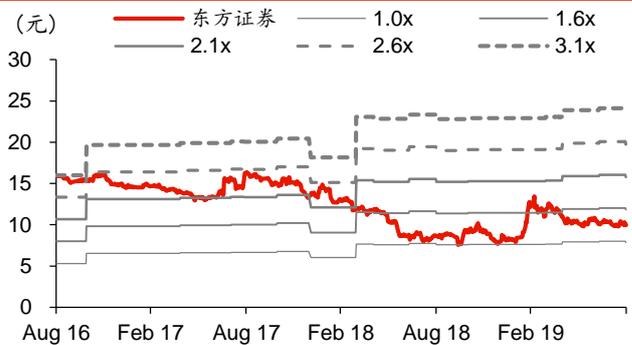
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表5： 东方证券历史 PE-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表6： 东方证券历史 PB-Bands



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

图表7: 主要假设变动一览表

	2019E		2020E		2021E		备注
	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	当前预测	预测前值	
市场股基日均成交规模(万亿元)	6000	7000	6500	7200	6600	7500	交投回落, 下调成交规模
公司平均佣金率	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	0.03%	0.04%	佣金率下滑, 下调佣金率
市场两融日均规模(亿元)	9000	9500	9500	10000	9700	11000	市场风险偏好下行, 下调两融规模
集合资产管理规模(亿元)	44000	44000	46000	46000	47000	47000	基本维持不变
集合资管费率及业绩提成比例	1.2%	1.5%	1.3%	1.6%	1.4%	1.7%	业绩提成比例下降, 下调整体费率
公司管理费率	49%	45%	47%	42%	45%	40%	管理费用刚性, 收入下滑费率提升
公司减值损失率	2%	1%	2%	0.8%	1.5%	0.5%	上半年减值损失增加, 提升减值损失率

资料来源: 华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com