

主动管理领跑，自营表现亮眼

——东方证券 (600958.SH) 2019 年中报点评

公司简介

◆**事件**：公司 2019 年上半年实现营业收入 80.79 亿元，同比增长 88.88%（行业+41.37%）；净利润 12.1 亿元，同比增长 69.04%（行业+102.86%）；加权平均 ROE 同比增长 0.94ppts 至 2.31%。

◆**经纪业务稳步提升**。报告期内，经纪业务收入同比上升 7.42% 至 6.68 亿，其中，代理买卖证券业务收入（含席位租赁）达 5.97 亿，同比上升 6.83%，增速低于行业（+22.06%），市场占有率为 1.54%，同比下降 0.16ppts。公司高净值客户占比较高，期末高净值客户（包含机构客户）托管资产总额人民币 4,150.34 亿元，占公司经纪业务客户资产总额的 77.61%，同比有所提升。公司经纪业务增速虽低于市场，但较强的高净值客户资源将有助于公司在市场波动时保持较为稳健的业绩增长。

◆**自营业绩驱动业绩成长**。受 A 股市场整体回暖影响，公司自营投资收入从 2018 年 H1 的 2 亿上升至 19.67 亿，同比大涨 868%（行业+110.02%）。公司积极调整权重，加大对于权益类以及固定收益类产品的投资。相较 2018 年末，截止 2019 年 6 月 30 日，公司股票自营余额相提高 56% 至 53.78 亿，债券自营余额提高 9% 至 845.93 亿。预计随着公司持续建设量化投资决策体系，加强交易系统建设与信用风险管理，公司自营业务将得到稳健发展。

◆**投行业务遭遇挑战**。东方证券 19 年上半年投行业务实现净收入 5.29 亿元，同比下降 8%（行业+26.7%），主要原因是市场及行业竞争加剧。东方花旗积极备战科创板，目前申报项目两家，此外在主板市场也有较为丰富储备资源。预计随着公司跟随市场进度调整步伐，投行业务将维持平稳发展。

◆**资管业务收入下滑**。受资管业务手续费下滑影响，公司资产管理业务实现收入 8.37 亿元，同比下降 45%（行业-8%）；东证资管受托资产管理规模人民币 2,040.01 亿元，其中主动管理规模占比高达 98.70%，受托资产管理业务净收入排名第二。预计随着资管行业向主动管理能力转型，具有较强主动管理能力的东方证券将拥有马太效应，未来有望提高主动管理收入。

◆**维持“增持”评级，维持目标价 12.83 元**。公司资管业务收窄，上半年收入约 40% 由毛利约为 1% 其他业务贡献（该部分业务在去年同期仅占比 17%），因此，我们下调公司 2019-21 年净利润预测至为 17 亿、32 亿、35 亿。由于该部分对于净资产影响较小，故维持“增持”评级，按照 1.65 x PB，维持目标价 12.83 元。

◆**风险提示**：市场波动，资管业务手续费收入持续下滑

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	10,532	10,303	13,980	15,529	16,947
营业收入增长率	53%	-2%	36%	11%	9%
净利润 (百万元)	3,554	1,231	1,748	3,191	3,487
净利润增长率	54%	-65%	42%	83%	9%
EPS (元)	0.13	0.18	0.25	0.46	0.50
ROAE (加权)	8%	2%	3%	6%	6%
P/E	77	54	40	22	20
P/B	1.3	1.3	1.3	1.2	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 8 月 30 日

增持 (维持)

当前价/目标价：9.95/12.83 元

分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)

021-22169718

zhaoxh@ebsec.com

市场数据

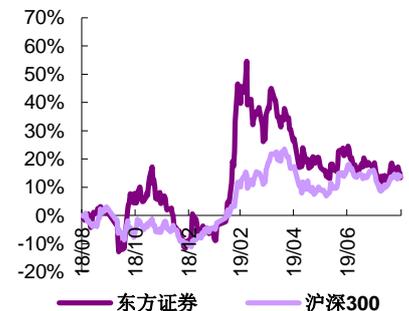
总股本(亿股)：69.94

总市值(亿元)：706.72

一年最低/最高(元)：7.6 - 14.15

近 3 月换手率(%)：41.7

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.1	2.4	22.2
绝对	-1.3	-2.0	14.4

资料来源：Wind

损益表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,532	10,303	13,980	15,529	16,947
手续费及佣金净收入	5,006	4,989	5,677	6,592	7,314
利息净收入	-2,010	871	1,032	1,009	1,170
投资净收益	5,528	2,593	3,892	4,182	4,428
公允价值变动收益	1,687	-1,931	450	502	559
汇兑收益	-130	-18	53	49	-11
其他业务收入	450	3,799	4,194	3,195	3,487
营业支出	6,427	9,046	11,934	11,671	12,707
营业税金及附加	66	72	98	109	119
管理费用	5,503	5,039	7,305	8,114	8,855
资产减值损失	434	-	361	271	267
其他业务成本	424	3,777	4,170	3,177	3,467
营业利润	4,105	1,258	2,046	3,859	4,240
加: 营业外收入	312	130	196	214	213
减: 营业外支出	28	56	28	31	36
利润总额	4,389	1,331	2,214	4,043	4,417
减: 所得税费用	785	51	396	724	791
净利润	3,603	1,281	1,818	3,319	3,627
减: 少数股东损益	49	50	70	128	140
归母公司所有者的净利润	3,554	1,231	1,748	3,191	3,487

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	231,860	226,870	178,648	198,963	224,750
客户资金存款	20,512	24,262	23,588	27,127	31,196
自有货币资金	21,834	12,503	25,109	28,876	33,207
客户备付金	8,409	8,088	9,670	11,121	12,789
自有结算备付金	941	1,266	1,082	1,244	1,430
融出资金	12,940	10,277	12,573	13,202	14,522
交易性金融资产	48,029	52,035	57,239	62,963	69,259
衍生金融资产	169	318	334	351	369
买入返售金融资产	34,618	28,169	39,811	43,792	50,361
其他资产合计	84,408	89,952	9,241	10,288	11,617
总负债	178,359	174,597	123,606	140,330	162,444
应付短期融资款	1,810	12,412	1,992	2,191	2,410
交易性金融负债	6,060	6,834	4,460	5,063	5,861
衍生金融负债	628	906	643	730	845
卖出回购金融资产款	56,120	49,416	55,679	61,247	67,371
代理买卖证券款	28,220	32,059	36,868	42,398	48,758
应付职工薪酬	1,852	-	978	1,110	1,285
应付债券	65,310	57,049	67,813	71,204	74,764
其他负债合计	18,359	15,922	-44,826	-43,613	-38,850
所有者权益	53,501	52,272	55,042	58,633	62,306
股本	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
少数股东权益	516	533	561	598	635
归母公司所有者权益合计	52,986	51,739	54,480	58,035	61,670

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼