

## 证券研究报告

## 公司研究——跟踪报告

## 东方证券（600958.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2019.04.09

王小军 金融行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 金融行业分析师

执业编号：S1500517090001

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

## 相关研究

《自营拖累盈利水平，公司业绩弹性较高》

2017.04.10

《资管表现出色，业绩同比大幅改善》2017.08.29

《盈利逆势增长，投资成绩亮眼》2018.04.13

《自营拖累业绩下滑，资管收入领先行业》

2018.09.03

《自营亏损拖累业绩，主动管理优势明显》

2019.04.09

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 归母净利润增速低于行业平均水平，公允价值增长带动投资收益

2019年09月03日

**事件：**近期，东方证券发布2019年半年报，公司全年实现营业收入80.79亿元，同比增长88.88%；实现归属母公司股东净利润12.10亿元，同比增长69.04%。公司全年每股收益（摊薄）0.17元，同比增长70%。

**点评：**

- **仓单业务支撑营收增速，归母净利润增速低于行业平均水平。** 受益于市场行情带动，公司在2019年上半年营收和净利润增速均表现较为出色：证券行业2019年上半年实现营业收入1,789.41亿元，同比增长41.37%；实现净利润666.62亿元，同比增长102.86%；而公司半年实现营业收入80.79亿元，同比增长88.88%；实现归属母公司股东净利润12.10亿元，同比增长69.04%。可以看出公司营业收入增速优于行业，但净利润增速则明显落后行业，主要原因在于子公司东证期货开展大宗商品贸易所产生的销售成本增加，大幅推升营业成本：上半年公司营业支出66.64亿元，同比增速86.93%；其中其他业务成本33.57亿元，同比增速354.87%；粗略估计，剔除仓单业务后，虽然公司营业支出同比增速低至17%，但营业收入同比增速仅为34%，导致公司归母净利润增速低于行业平均水平
- **公允价值增长带动投资收益，费率下滑拖累资管收入。** 在2019年上半年市场行情的推动下，公允价值增长带动投资收益，公司实现投资收益（含公允）19.67亿元，同比增长31.05%；其中公允价值变动净收益7.57亿元，同比增长165.19%。自营业务表现出色的同时，公司资管业务收入却出现下滑：上半年，资管业务收入为8.34亿元，同比下滑44.54%。但从规模来看，资管业务整体规模为2040亿元，较年初增长2%；其中，主动管理规模为2014亿元，占比高达98.7%。可见资管规模整体变化不大，但收入下滑幅度大，我们预计主要是因为主动管理业务费率下滑所致。
- **盈利预测及评级：** 我们预测东方证券2019年、2020年和2021年分别实现营业收入146.22亿元、159.49亿元和172亿元；归属于母公司净利润分别为23.05亿元、28.15亿元和33.75亿元，对应每股收益（摊薄）分别为0.33元、0.40元和0.48元，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：** 交易量下跌和自营业务大幅波动，准入门槛降低，政策不达预期。

	2017 A	2018 A	2019 F	2020 F	2021 F
营业收入(百万元)	10,531.51	10,303.57	14,621.88	15,949.17	17,200.49
增长率 YoY %	53.16%	-2.16%	41.91%	9.08%	7.85%
归属母公司净利润(百万元)	3,553.63	1,231.90	2,304.66	2,814.88	3,375.10
增长率 YoY%	53.62%	-65.33%	87.08%	22.14%	19.90%
毛利率%	38.98%	12.21%	19.45%	21.76%	24.25%
净资产收益率 ROE%	6.71%	2.27%	4.04%	4.65%	5.22%
每股收益 EPS(摊薄, 元)	0.51	0.18	0.33	0.40	0.48
市盈率 P/E(倍)	19.9	57.3	30.6	25.1	20.9
市净率 P/B(倍)	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2019年9月3日收盘价

损益表摘要 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>营业收入</b>	<b>10,532</b>	<b>10,304</b>	<b>14,622</b>	<b>15,949</b>	<b>17,200</b>
手续费净收入	5,006	4,989	4,662	4,465	4,516
代理买卖证券业务净收入	1,472	1,352	1,376	1,349	1,331
证券承销保荐业务净收入	1,323	1,136	1,120	1,195	1,419
委托管理资产业务净收入	1,977	2,380	2,050	1,808	1,656
其他手续费	89	122	116	113	110
利息净收入	-2,010	871	796	784	834
投资净收益	5,528	2,593	3,465	3,861	4,328
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	477	664	99	101	101
公允价值变动净收益	1,687	-1,931	-	-	-
汇兑净收益	-130	-18	-	-	-
其他业务收入	450	3,799	5,699	6,839	7,523
营业支出	6,427	9,045	11,778	12,479	13,029
营业税金及附加	<b>66</b>	<b>72</b>	<b>103</b>	<b>112</b>	<b>121</b>
业务及管理费	5,503	5,039	6,765	6,966	7,507
资产减值损失	434	157	-	-	-
其他业务成本	424	3,777	4,910	5,401	5,401
营业利润	4,105	1,258	2,844	3,470	4,171
<b>营业外收入</b>	<b>312</b>	<b>130</b>	<b>137</b>	<b>143</b>	<b>150</b>
营业外支出	28	56	59	62	65
利润总额	4,389	1,332	2,922	3,552	4,257
所得税费用	<b>785</b>	<b>51</b>	<b>526</b>	<b>639</b>	<b>766</b>
净利润	3,603	1,281	2,396	2,912	3,491
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3,554</b>	<b>1,232</b>	<b>2,305</b>	<b>2,815</b>	<b>3,375</b>
归属少数股东权益	<b>49</b>	<b>50</b>	<b>91</b>	<b>97</b>	<b>116</b>

资产负债表摘要 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>总资产</b>	<b>231,860</b>	<b>226,870</b>	<b>228,892</b>	<b>225,277</b>	<b>223,137</b>
客户存款	20,512	24,262	25,960	24,922	26,168
自有存款	21,834	12,502	19,635	20,301	21,879
融资融券	12,940	10,277	10,912	12,003	13,204
买入返售金融资产	34,618	28,169	26,503	23,853	23,853
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	48,029	52,035	46,577	44,878	38,699
以摊余成本计量的金融资产	-	-	-	-	-
以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产	-	-	-	-	-
交易性金融资产	-	-	-	-	-
可供出售金融资产	72,234	-	-	-	-
持有至到期投资	111	-	-	-	-
长期股权投资	4,006	4,015	3,938	4,139	4,341
固定资产	<b>456</b>	<b>2,088</b>	<b>1,845</b>	<b>1,659</b>	<b>1,473</b>
无形资产和商誉	160	164	164	164	164
其他资产	16,960	93,358	93,358	93,358	93,358
<b>总负债</b>	<b>178,359</b>	<b>172,036</b>	<b>171,137</b>	<b>163,970</b>	<b>157,574</b>
代买卖证券款	38,580	33,974	36,352	34,898	36,643
应付债券	65,310	68,785	76,501	102,050	127,599
其他负债	74,468	69,277	58,284	27,022	-6,668
所有者权益	53,501	54,834	57,755	61,307	65,564
总股本	6,994	6,994	6,994	6,994	6,994
少数股东权益	504	554	645	742	858
<b>归属于母公司所有者权益</b>	<b>52,997</b>	<b>54,280</b>	<b>57,110</b>	<b>60,564</b>	<b>64,706</b>
<b>每股及估值指标 (元)</b>					
每股盈利	0.51	0.18	0.33	0.40	0.48
每股净资产	7.58	7.76	8.17	8.66	9.25
市盈率	19.88	57.34	30.65	25.09	20.93
市净率	1.33	1.30	1.24	1.17	1.09

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>年增长率 (%)</b>					
<b>营业收入</b>	<b>53%</b>	<b>-2%</b>	<b>42%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>
手续费净收入	19%	0%	-7%	-4%	1%
代理买卖证券业务净收入	-9%	-8%	2%	-2%	-1%
证券承销保荐业务净收入	-3%	-14%	-1%	7%	19%
委托管理资产业务净收入	121%	20%	-14%	-12%	-8%
其他	-73%	37%	-5%	-3%	-2%
利息净收入	-137%	143%	-9%	-1%	6%
投资净收益	55%	-53%	34%	11%	12%
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	20%	39%	-85%	1%	0%
公允价值变动净收益	520%	-214%	-	-	-
汇兑净收益	-145%	86%	-	-	-
其他业务收入	596%	744%	-	-	-
营业支出	50%	41%	30%	6%	4%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-67%</b>	<b>10%</b>	<b>42%</b>	<b>9%</b>	<b>8%</b>
业务及管理费	45%	-108%	-66%	-97%	-92%
资产减值损失	51%	-64%	-	-	-
其他业务成本	-	-	-	-	-
营业利润	58%	-69%	126%	22%	20%
<b>营业外收入</b>	<b>42%</b>	<b>-58%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>	<b>5%</b>
营业外支出	178%	98%	5%	5%	5%
利润总额	56%	-70%	119%	22%	20%
<b>所得税费用</b>	<b>103%</b>	<b>-94%</b>	<b>936%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>
净利润	49%	-64%	87%	22%	20%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>54%</b>	<b>-65%</b>	<b>87%</b>	<b>22%</b>	<b>20%</b>
少数股东权益	-56%	0%	84%	7%	19%

主要驱动因素 (%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
日均股票交易额 (亿元)	4,590	3,689	5,800	6,000	6,500
股基权证交易额市场份额	1.54%	1.54%	1.30%	1.28%	1.25%
代理买卖证券业务手续费率	0.039%	0.045%	0.034%	0.033%	0.031%
净利差	1.78%	2.11%	2.17%	2.17%	2.17%
证券投资期末规模 (亿元)	1,204	1,315	1,226	1,282	1,106
证券投资收益率	4%	3%	3%	3%	4%
股票及股票连接融资额 (亿元)	17,978	12,085	21,134	22,550	24,061
股票及股票连接主承销市场份额	1.31%	0.59%	1.00%	1.00%	1.50%
企业主体债券融资额 (亿元)	206,100	226,700	240,158	256,248	273,417
企业主体债券主承销市场份额	0.42%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
集合资产管理业务期末规模 (亿元)	289	318	350	385	424
集合资产管理业务费率	3.01%	4.00%	2.00%	1.50%	1.00%
业务及管理费/营业收入	52.25%	48.91%	46.27%	43.68%	43.65%
营业税金及附加税率	2%	6%	1%	1%	1%
所得税率	18%	4%	18%	18%	18%

盈利能力 (%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
净利润率	33.7%	12.0%	15.8%	17.6%	19.6%
净资产收益率	6.7%	2.3%	4.0%	4.6%	5.2%

净资本指标 (人民币百万元)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
净资本	43,732	40,235	-	-	-
净资本/净资产(%)	87%	83%	-	-	-

经营数据	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
员工数量 (个)	4,710	5,157	-	-	-
营业部数量 (个)	153	153	-	-	-
服务部数量 (个)	-	-	-	-	-

## 研究团队简介

**王小军**，金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

**关竹**，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。