

东方财富 (300059.SZ)

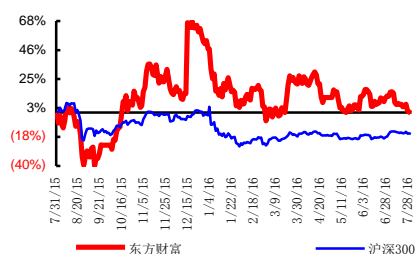
半年度业绩点评：互联网券商导流效果显著，流量与牌照协同效应逐步显现

评级：**买入** 前次：**买入**
 目标价(元)：**25**
 分析师 程矫翼 联系人 蒋峤
 S0740515030003
 021-20315206 021-20315286
 chengjy@r.qlzq.com.cn jiangqiao@r.qlzq.com.cn
 2016年07月31日

基本状况

总股本(百万股)	3,558
流通股本(百万股)	2,328
市价(元)	19.55
市值(百万元)	69,565
流通市值(百万元)	45,509

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	612.01	2,925.88	2,570.85	3,823.03	5,215.58
营业收入增速	146.31%	378.08%	-12.13%	48.71%	36.43%
归属于母公司的净利润	3213.59	1015.38	-35.18%	52.37%	37.30%
净利润增长率	0.14	1.00	0.65	0.98	1.35
摊薄每股收益(元)					
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
市盈率(倍)	204.08	52.18	66.10	43.38	31.60
PEG	0.06	0.05	—	0.83	0.85
每股净资产(元)	1.55	4.41	4.95	5.94	7.29
每股现金流量	1.95	0.30	0.44	0.74	1.22
净资产收益率	8.82%	22.63%	13.05%	16.58%	18.55%
市净率	17.99	11.81	8.63	7.20	5.86
总股本(百万股)	1,209.60	1,853.89	1,853.89	1,853.89	1,853.89

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：半年度业绩：公司 2016 年上半年实现营业收入 11.66 亿元，同比减少 25.74%，归属于上市公司股东净利润为 3.37 亿元，同比减少 67.67%。**另外，公司拟使用自有资金对子公司东方财富（香港）有限公司进行增资，增资金额不超过 2500 万美元，增资资金主要用途为对东财香港全资子公司东方财富国际证券有限公司进行增资、开展与主营业务相关的项目、进行其他海外项目投资等。

点评：

- **我们认为公司业绩下降已经体现在市场预期之中，基金代销业务的量价双降是公司业绩同比下降的主要原因。**公司营业收入同比下降的原因主要为在二级市场大幅波动及景气度下降（截至 2016 年 7 月 31 日，股票日均成交额为 5410 亿元，较 2015 年股票日均成交额 10381 亿元下降 47.89%）影响下，公司第三方基金销售额（2016 上半年基金销售额 1642.95 亿元，去年同期为 4305.90 亿元，同比下降 61.84%）下降。同时公司在第三方基金销售市场激烈竞争环境下主动降低了基金第三方销售申购费率，量价双降下基金销售收入同比大幅下降（2016 年上半年金融电子商务收入为 4.78 亿元，同比下降 66%）。
- **我们认为流量和牌照形成的协同效应是公司保持长期成长性的核心要素之一，上半年互联网券商导流效果显著，牌照价值将逐步显现，经纪业务市占率有望赶超传统大中型券商。**东方财富证券用户规模、股票交易金额及市场份额等在二级市场严峻的形势下同比实现了逆势上升。根据上海证券交易所和深圳证券交易所会员股票交易金额数据统计计算，2016 年 6 月，东方财富证券经纪业务市场份额为 0.80%，在所有证券公司中排名第 33 位，相比上年同期排名上升了 38 位。

- 我们认为东财凭借流量、数据、场景、牌照四大要素所构建的互联网金融服务生态圈日趋完善，未来互联网保险、征信、基金和券商都将成为业绩再次爆发的突破口。公司流量优势巨大，2016 年日均覆盖人数达到 1276 万，月有效浏览时间为 7699 万小时，大幅领先其他竞争者。东财与上海漫道金融信息服务股份有限公司共同投资设立征信公司，拟开展征信服务相关业务；使用自有资金 5000 万拟设立保险代理公司，切入互联网保险领域；拟对子公司东方财富香港进行增资，扩大国际业务布局。
- 投资建议：我们认为东财作为互联网金融王者的实力毋庸置疑，在经历去年牛市实现业绩爆发之后，将持续打造“以人为中心”的互联网金融生态圈，并且依靠目前获得券商牌照之后对于互联网金融服务领域的拓宽，将做到更好的人与财富的连接，建议积极关注东财作为 A 股互联网金融龙头继续打开市值空间。预计 16、17、18 年将分别实现营业收入 25.71、38.23、52.16 亿元，净利润 11.98、18.26、25.06 亿元，对应摊薄每股收益 0.65、0.99、1.35 元，市盈率 66、43、31 倍，六个月目标价 25 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：二级市场景气度持续保持低位；公司新业务进展不达预期。

图表 1：公司分项收入预测

年份		2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
基金代销	业务收入		66	372	2442	1032	1515	2231
	同比增长率 (%)			464%	556%	-58%	47%	47%
	毛利率 (%)		76.97%	80.52%	94%	90%	90%	90%
金融数据服务	业务收入	99	70	145	249	374	467	584
	同比增长率 (%)		-29%	107%	72%	50%	25%	25%
	毛利率 (%)	65.30%	30.90%	60.87%	53.12%	50%	50%	50%
广告服务	业务收入	111	100	86	102	112	123	136
	同比增长率 (%)		-10%	-14%	19%	10%	10%	10%
	毛利率 (%)	76.50%	75.67%	79.40%	58.41%	60%	60%	60%
证券服务	业务收入				113	1028	1687	2226
	同比增长率 (%)						64%	32%
	营业利润率					60%	60%	60%
其他	业务收入	14	12	10	20	25	31	39
	同比增长率 (%)		-14%	-17%	100%	25%	25%	25%
	毛利率 (%)	66.50%	87.15%	81.09%	57.96%	60%	60%	60%
合计	业务收入	223	248	612	2926	2571	3823	5216
	同比增长率 (%)		11%	147%	378%	-12%	49%	36%
	毛利率 (%)	70.93%	63.89%	75.72%	85.20%	70.59%	70.66%	71.71%

来源：中泰证券研究所

图表 2：财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	248	612	2,926	2,571	3,823	5,216
增长率	11.57%	146.3%	378.1%	-12.1%	48.7%	36.4%
营业成本	-90	-149	-324	-756	-1,121	-1,475
% 销售收入	36.1%	24.3%	11.1%	29.4%	29.3%	28.3%
毛利	159	463	2,602	1,815	2,702	3,740
% 销售收入	63.9%	75.7%	88.9%	70.6%	70.7%	71.7%
营业税金及附加	-6	-24	-46	-68	-103	-120
% 销售收入	2.5%	3.9%	1.6%	2.7%	2.7%	2.3%
营业费用	-111	-115	-203	-154	-229	-313
% 销售收入	44.6%	18.8%	6.9%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	-84	-184	-394	-257	-382	-522
% 销售收入	34.0%	30.0%	13.5%	10.0%	10.0%	10.0%
息税前利润 (EBIT)	-43	140	1,959	1,335	1,987	2,785
% 销售收入	-17.3%	23.0%	67.0%	51.9%	52.0%	53.4%
财务费用	42	60	108	122	150	159
% 销售收入	-16.8%	-9.8%	-3.7%	-4.8%	-3.9%	-3.1%
资产减值损失	-2	-6	-18	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	22	-108	0	0
投资收益	0	0	39	44	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	1.8%	3.1%	0.0%	0.0%
营业利润	-3	194	2,111	1,394	2,136	2,945
营业利润率	-1.4%	31.7%	72.1%	54.2%	55.9%	56.5%
营业外收支	8	3	60	33	37	39
税前利润	5	197	2,171	1,426	2,173	2,984
利润率	2.0%	32.2%	74.2%	55.5%	56.8%	57.2%
所得税	0	-32	-322	-228	-348	-477
所得税率	-0.4%	16.0%	14.9%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	5	166	1,848	1,198	1,826	2,506
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	5	166	1,848	1,198	1,826	2,506
净利率	2.0%	27.1%	63.2%	46.6%	47.8%	48.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	5	166	1,849	1,198	1,826	2,506
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	22	27	55	44	8	9
非经营收益	0	-7	-49	31	-37	-39
营运资金变动	449	2,177	-1,307	-451	-431	-221
经营活动现金净流	476	2,363	547	822	1,366	2,255
资本开支	27	13	196	-1,870	252	130
投资	0	-88	-296	108	0	0
其他	-200	40	9,653	-64	0	0
投资活动现金净流	-227	-61	9,161	1,914	-252	-130
股权募资	0	0	29	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	-30	-14	-68	0	-185	0
筹资活动现金净流	-30	-14	-39	0	-185	0
现金净流量	220	2,288	9,669	2,736	929	2,125

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,746	4,028	12,249	14,985	15,914	18,039
应收款项	259	1,661	1,780	2,357	3,501	4,494
存货	0	0	0	0	1	1
其他流动资产	224	261	5,715	5,663	5,728	5,786
流动资产	2,229	5,950	19,744	23,006	25,144	28,320
% 总资产	91.6%	96.2%	83.2%	91.6%	91.3%	91.7%
长期投资	0	28	364	364	364	364
固定资产	52	48	415	-8	3	15
% 总资产	2.1%	0.8%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
无形资产	151	147	3,158	1,700	1,969	2,117
非流动资产	204	232	3,989	2,108	2,389	2,548
% 总资产	8.4%	3.8%	16.8%	8.4%	8.7%	8.3%
资产总计	2,433	6,183	23,733	25,114	27,532	30,868
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	128	189	1,025	1,101	1,644	2,255
其他流动负债	610	4,109	13,809	14,101	14,151	14,369
流动负债	738	4,298	14,835	15,202	15,795	16,625
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	6	5	722	722	722	722
负债	744	4,303	15,556	15,924	16,517	17,346
普通股股东权益	1,689	1,880	8,169	9,182	11,007	13,514
少数股东权益	0	0	8	8	8	8
负债股东权益合计	2,433	6,183	23,733	25,114	27,532	30,868

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.007	0.137	0.997	0.646	0.985	1.352
每股净资产 (元)	2.514	1.554	4.406	4.953	5.937	7.289
每股经营现金净流 (元)	0.708	1.953	0.295	0.443	0.737	1.216
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.30%	8.82%	22.63%	13.05%	16.58%	18.55%
总资产收益率	0.21%	2.68%	7.79%	4.77%	6.63%	8.12%
投入资本收益率	75.45%	-5.42%	-28.34%	-14.95%	-25.26%	-37.59%
增长率						
营业总收入增长率	11.57%	146.31%	378.08%	-12.13%	48.71%	36.43%
EBIT增长率	-256.97%	427.52%	1294.72%	-31.86%	48.80%	40.22%
净利润增长率	-86.69%	3213.59%	1015.38%	-35.18%	52.37%	37.30%
总资产增长率	35.41%	153.69%	283.52%	5.82%	9.63%	12.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	63.7	45.7	27.0	39.3	36.3	35.7
存货周转天数	0.0	—	—	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	95.3	99.2	86.7	92.3	91.6	91.0
固定资产周转天数	74.8	29.9	27.7	25.5	-3.5	-2.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-103.38%	-214.32%	-167.75%	-177.86%	-156.82%	-143.47%
EBIT利息保障倍数	1.0	-2.4	-18.1	-10.9	-13.3	-17.5
资产负债率	30.75%	69.62%	65.55%	63.41%	59.99%	56.20%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。