

东兴证券 (601198.SH)

背靠东方资产，业务协同前景广阔 买入（维持）

2016 年 8 月 25 日

投资要点

■ **公司总体实力居于行业中上游水平，投行业务近年来快速增长。**2015 年，东兴证券总资产排名行业 26，营收排名行业 32，公司总体实力居于行业中上游水平。近年来公司投行业务快速发展，公司投行业务主承销金额从 2011 年的 42.61 亿增长到 2015 年的 320.96 亿，市场份额也从 0.13% 上升至 0.4%。公司经纪业务在福建地区的区位优势明显，2015 年，公司代理买卖证券业务净收入超过 60% 来源于福建地区，同时公司经纪业务手续费收入、股基交易量、证券经纪业务利润总额等多项指标持续位于福建证监局辖区（不含厦门）内证券公司前列。

■ **公司系 AMC 旗下唯一上市券商，未来将受益 AMC 行业的快速发展。**2014 年以来，我国进入新一轮商业银行不良贷款爆发期，不良贷款规模激增，不良率显著上升，AMC 行业迎来万亿市场空间。作为 AMC 系唯一上市券商，公司资管、投行、投资等业务将受益于集团 AMC 业务的快速扩张。在不良资产批量收购阶段，公司资管产品可以参与到东方资管的结构化收购当中；另外，就部分优质的不良资产包，东兴有望利用自有资金参与其中，获取高额稳定收益。在不良资产处置阶段，集团 AMC 项目的资产重组、并购等投行业务将向东兴倾斜。

■ **控股股东金融资源雄厚，业务协同有望进一步深化。**收购大连银行后，东方资产获得全牌照金融资源，未来将发展为综合金融服务集团。东方资产为进行改制设立了综合计划与战略协同部，将加大集团各单位与东兴证券的业务协同力度，业务协同有望进一步深化。东兴证券作为集团旗下唯一的上市平台，战略地位显著。公司将长期受益于集团旗下丰富金融资源协同。东兴证券目前已在投资银行、资产管理、投资等多项业务条线与东方资产及其旗下平台公司开展合作，未来或将在银证合作、互联网金融平台合作、AMC 业务协同等方面获得新突破。

投资建议

公司系 AMC 旗下唯一上市券商，将受益于 AMC 行业的快速扩张和发展；公司作为东方资管旗下唯一的上市平台，战略地位显著，未来将受益于集团层面丰富的金融资源协同；公司近 80 亿定增整装待发，增量资金有望大幅提升公司的净资本实力，夯实公司长期发展的基石。看好公司的长期发展及短期催化，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.62、0.71、0.82 元，对应 PE 为 38、33 和 29 倍。

风险提示：1) 股市下跌带来的系统性风险；2) 佣金率下滑超预期。

首席证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码：S0600515050001

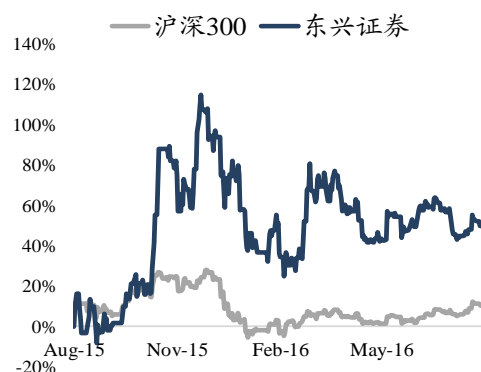
dingwt@dwzq.com.cn

证券分析师 王维逸

执业资格证书号码：S0600515050002

wangwy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据 (2016 年 8 月 25 日)

收盘价 (元)	22.79
市盈率 (2015)	27.92
市净率 (2015)	4.20
流通 A 股市值 (百万元)	20602

基础数据 (2015)

每股净资产 (元)	5.43
资产负债率 (%)	81.44
总股本 (百万股)	2504
流动 A 股 (百万股)	904

相关报告

1. 东兴证券：唯一 AMC 系券商股，协同打造综合投行 (20160328)
2. 东兴证券：大股东资源丰富，投行、资管业务受益 (20160307)

目录

1. 首家 AMC 系上市券商，排名处中上游水平	4
2. 业务联动发展，投行快速扩张	5
2.1. 依托区域优势，经纪业务占据半壁江山	5
2.2. 立足股东资源，投行业务实现多元发展	6
2.3. 受市场回调影响，两融业务回落	7
2.4. 强化投资能力，自营、资管保持行业领先	8
2.5. 定增扩充资本实力，提升业务能力	8
3. 背靠东方资产，享有先天的资源优势	8
3.1. 公司系控股股东旗下唯一上市平台，战略地位重要	9
3.2. AMC 行业步入黄金时代，公司面临更多机遇	9
3.3. 大股东旗下金融资源丰富，有望实现业务协同	10
4. 投资建议：“买入”评级	11
5. 风险提示：	11

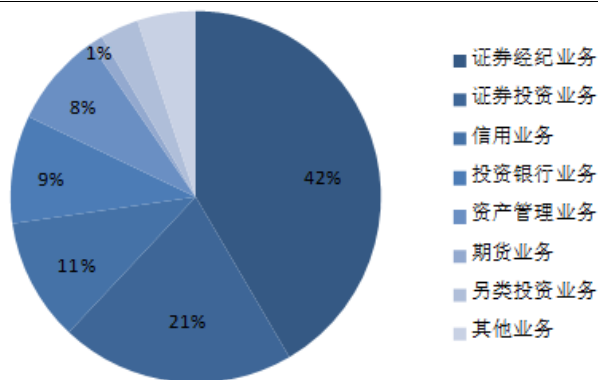
图表目录

图表 1: 东兴证券 2015 年各业务营收占比情况.....	4
图表 2: 东兴证券财务数据行业排名 (按从高到低顺序)	4
图表 3: 东兴证券旗下子公司.....	4
图表 4: 2011-2015 年经纪业务收入及占比情况 (单位: 万元)	5
图表 5: 2014 年 H1 以来佣金率变化情况.....	5
图表 6: 公司股基成交量及市场份额.....	6
图表 7: 公司营业部分地域情况	6
图表 8: 主承销金额及市场占比 (单位: 亿) 公司营业部分地域情况.....	7
图表 9: 2015 年 7 月至 2016 年 7 月期末两融余额及增速.....	7
图表 10: 募集资金投放项目	8
图表 11: 东方资产旗下控股公司	9
图表 12: 银行不良贷款余额及比例 (单位: 亿元)	9
图表 13: 公司四大板块将受益集团 AMC 业务的高速发展.....	10
图表 13: 东兴证券盈利预测与估值.....	11

1. 首家 AMC 系上市券商，排名处中上游水平

2008 年，东方资产管理公司作为主要发起人发起设立东兴证券。东兴证券注册资本 25.04 亿元，2015 年 2 月 26 日在上海证券交易所上市，是国内首家 AMC 系上市券商。

图表 1：东兴证券 2015 年各业务营收占比情况



资料来源：Wind，东吴证券研究所

2011 年以来，东兴证券主要财务数据在 100 多家证券公司中处于中上游水平。总资产、净资产排名呈上升趋势，营业收入、净利润排名表现平稳。

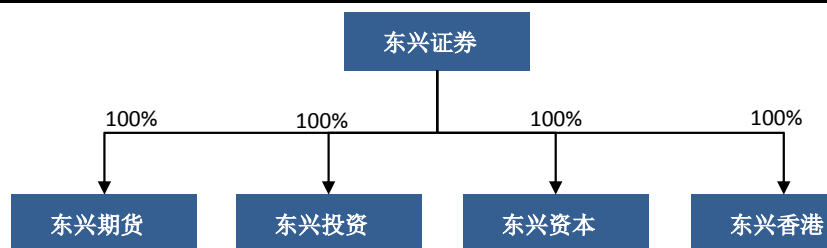
图表 2：东兴证券财务数据行业排名（按从高到低顺序）

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
总资产	36	23	26	27	26
净资产	33	33	35	32	30
营业收入	36	27	24	33	32
净利润	20	18	18	25	31

资料来源：Wind，东吴证券研究所

目前，东兴证券旗下拥有东兴期货、东兴证券投资、东兴资本投资管理、东兴证券（香港）4 家全资子公司，属于综合类证券公司。

图表 3：东兴证券旗下子公司



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

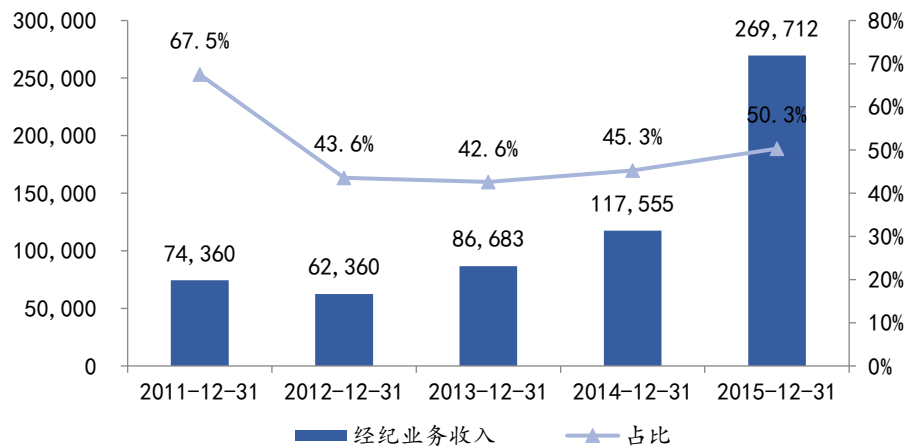
2016 年一季度，在证券行业总体表现不景气的情况下，公司实现营业收入 6.75 亿，与上年同期相比下降 50.07%，归母净利润 2.79 亿，同比下降 59.07%。

2. 业务联动发展，投行快速扩张

2.1. 依托区域优势，经纪业务占据半壁江山

经纪业务占比逐步优化，近年来业绩稳步提升。经纪业务收入占公司营业收入比重从 2011 年的 68% 逐步下降至 40%-50% 左右，收入占比逐步优化。2015 年，公司实现经纪业务收入 26.97 亿，同比增长 129.83%。2011-2015 年，经纪业务收入 CAGR 为 29.39%。

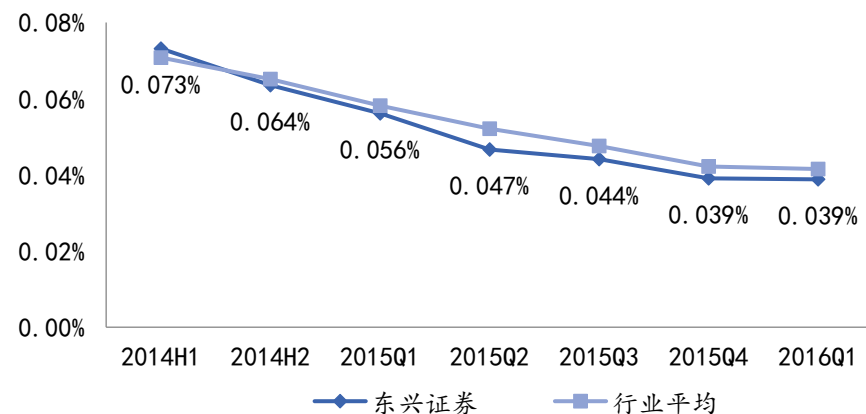
图表 4：2011-2015 年经纪业务收入及占比情况（单位：万元）



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

佣金率低于行业平均，市场份额有所提升。2014 年 H1 以来，公司佣金率大幅降低，从 0.073% 降低至 0.039%，低于行业平均，未来公司佣金率继续下滑的空间有限。

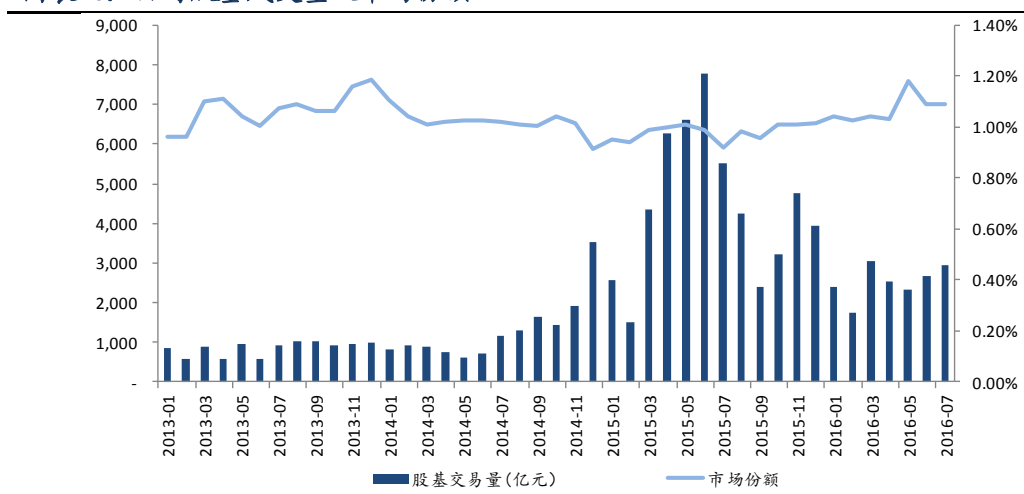
图表 5：2014 年 H1 以来佣金率变化情况



资料来源：公司年报，东吴证券研究所

公司股基成交量占市场总成交量 1% 左右，自 2015 年 7 月份以来市占率水平稳步提升。

图表 6: 公司股基成交量及市场份额



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

区位优势显著, 受益一带一路。截至 2015 年末, 公司拥有 61 家证券营业部, 其中福建地区 33 家。2015 年, 公司代理买卖证券业务净收入超过 60% 来源于福建地区, 同时公司经纪业务手续费收入、股基交易量、证券经纪业务利润总额等多项指标持续位于福建证监局辖区 (不含厦门) 内证券公司前列。

图表 7: 公司营业部分地域情况

地区	分支机构数量	营业收入 (百万元)	营业利润 (百万元)
福建省内	34	2581.12	1965.13
福建省外	31	1220.72	778.49
总额	65	5357	2528.75

资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

随着海西经济区的建设和国家“一带一路”政策的开展, 福建金融环境和金融消费市场将会继续改善, 公司也将充分受益于国家和区域的发展政策。随着境内企业跨境融资、并购重组、海外上市需求增加, 公司作为在福建具有区域优势的综合类券商, 将会优先受益于此类国际化业务的发展机遇。

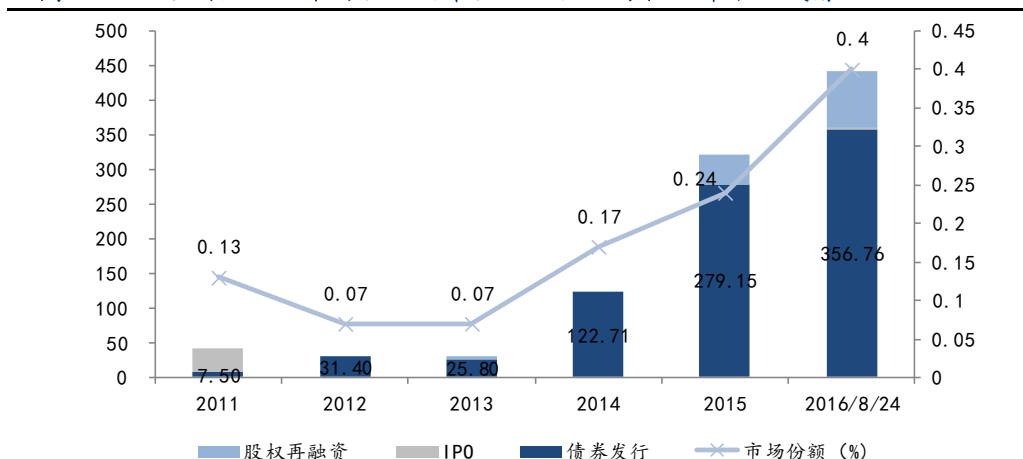
与新浪、同花顺战略合作, “网上+网下”两条线发展经纪业务。2015 年东兴证券新开户数量 36 万户, 2015 年, 公司与新浪、同花顺合作, 开展移动终端引流合作服务, 效益明显, 2015 年新增开户数量中 80% 为手机客户端用户。网下业务方面, 2015 年北京、大连、宁波三家营业部开业, 另有 7 家分支机构新设已获批, 正处于筹备阶段。

2.2. 深挖股东资源, 投行业务实现多元发展

投行业务迅速扩张, 债券发行规模激增。2011 年, 公司投行业务主承销金额为 42.61 亿, 2015 年已增长到 320.96 亿, 市场份额也从 0.13% 上升至 0.4%, 业务迅速扩张。债券主承销金额从 2014 年的 26 亿人民币

增长到 2015 年 232.59 亿，增长率 794.56%。2016 年一季度，投行业务手续费净收入 2.05 亿，比前期增长 182.74%。

图表 8: 主承销金额及市场占比 (单位: 亿) 公司营业部分地域情况



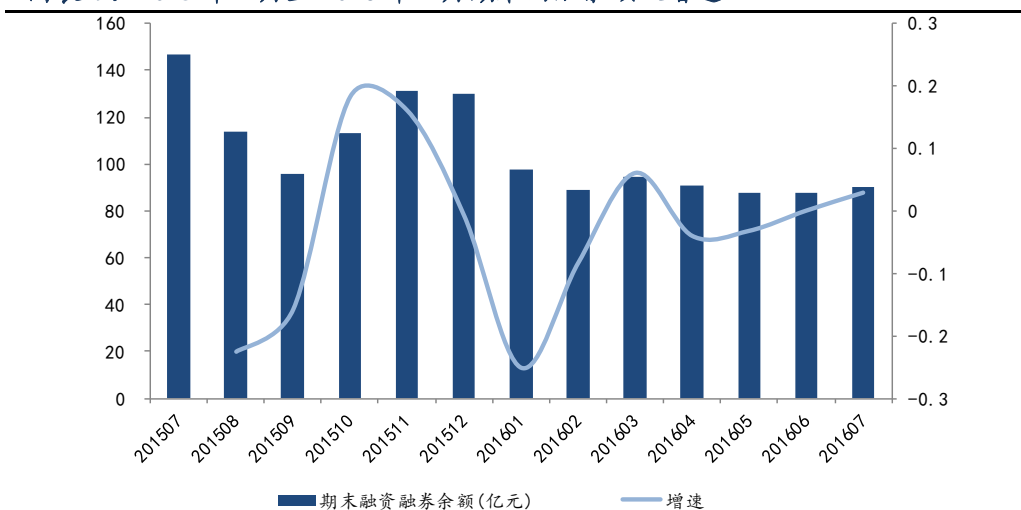
资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

发展多元业务，打造“投资+融资+投行”相结合的金融服务。未来，公司的投行业务将立足股东资源优势 and 现有项目储备，探寻更多的业务发展和收入模式，由过去主要依赖 IPO 项目收入转变为 IPO、增发、并购重组、新三板、公司债等齐头并进的格局。还将加强与东方资产投资业务、公司资管业务、直投业务等的联动，为客户打造“投资+融资+投行”相结合的综合金融服务，提升产品创新能力。继续加大人才引进力度，扩大投行团队规模，提升投行业务的市场竞争力和盈利能力。

2.3. 受市场影响，两融业务回落

2015 年，公司两融业务总体上保持增长，融出资金峰值达到 299 亿元，年末余额 130 亿元，整体维持担保比例 299%，具有较高的安全边际。2015 年下半年，市场大幅回调，投资者避险情绪升温，两融规模下降，10 月经历小幅回升后，16 年 1 月继续下降，之后维持在 90 亿元上下。

图表 9: 2015 年 7 月至 2016 年 7 月期末两融余额及增速



资料来源: 公司年报, 东吴证券研究所

2.4. 强化投资能力，自营、资管保持行业领先

踩准市场节奏，自营表现优异。公司 2015 年自营业务净收入 13.27 亿，同比增长 343%。权益类投资方面，在股市出现大的波动，全年振幅 70% 左右的背景下，公司踩准市场节奏，在大盘高点及时控制业务规模，保持多元化投资策略，投资收益处于全市场股票型基金收益的前列；固定收益类投资方面，公司抓住下半年债券牛市机会，加大配置规模，全年收益率超过 25%，管理产品近 100 亿，成为公司新的收入增长点。

取得公募基金牌照，资管发展空间大。2015 年全年，公司实现资管业务收入 5.38 亿，同比增长 116%，受托资产总规模达到 600 亿元，产品类型齐全，包括权益、固收、量化、非标类及 FOF、资产证券化等。2016 年上半年取得公募基金牌照，9 月完成第一支基金的发行及建仓，至今已发行 2 支货币型基金、3 支混合型基金。未来，公司将继续巩固现有业务的优势，借助东方资产金控集团全金融产业链优势，打造特色资管产品，进一步开拓及满足客户需求。2016 年第一季度，资管业务手续费净收入 0.79 亿，同比增长 62.93%。

2.5. 定增扩充资本实力，提升业务能力

定增近 80 亿，将用于发展各业务条线。本次发行股票数量不超过 4 亿股，占发行后总股本的 13.77%，发行底价为 18.81 元/股，限售期 12 个月，募集资金投资主要用于发展业务。

此次定增完成后，公司的净资本实力将获得大幅提升，各项业务发展打开资金瓶颈，公司长期发展将进一步提速。

图表 10: 募集资金投放项目

募集资金投资项目	具体使用金额
(1) 加大对互联网金融业务的投入	≤2 亿
(2) 在符合监管要求的情况下适时扩大信用交易业务规模	≤36 亿
(3) 加大对子公司及新设分支机构的投入，积极发展海外业务	≤10 亿
(4) 积极拓展场外市场业务	≤5 亿
(5) 适时扩大自营业务规模	≤10 亿
(6) 拓展资产管理及基金管理业务	≤15 亿
(7) 加强信息系统建设，持续提升信息化工作水平	≤1 亿
(8) 其他资金安排	≤1 亿

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

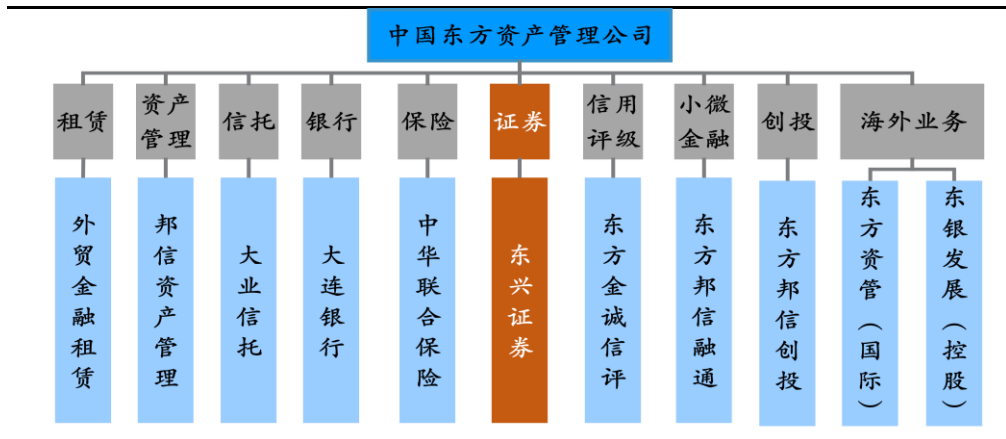
3. 背靠东方资产，享有先天的资源优势

控股股东东方资产于 1999 年 10 月成立，与华融、信达、长城并称“四大资产管理公司”。东方资产成立之初主要是为了处置政策性不良资产，在完成历史使命之后，积极开展商业化转型，多元发展保险、证券、信托、租赁、小微金融、评级等业务。2015 年，东方资产实现营业收入 604.37 亿元，归属于母公司净利润 70.56 亿元，同比增长 13.99%，净资产收益率（ROE）达到 15.85%。

3.1. 公司系控股股东旗下唯一上市平台，战略地位重要

东方资产持有东兴证券 58.09% 的股权，东兴证券为东方资产旗下唯一上市平台，在东方资产集团战略协同版图中具有重要的战略意义。东兴证券依托东方资产雄厚的资源，已在投资银行、资产管理、投资等多项业务条线与东方资产及其旗下平台公司开展协同业务，取得了良好的收益，储备了丰富的客户资源和多品种的投资经验。公司未来可利用自身的上市优势地位参与集团的资本运作。

图表 11：东方资产旗下控股公司

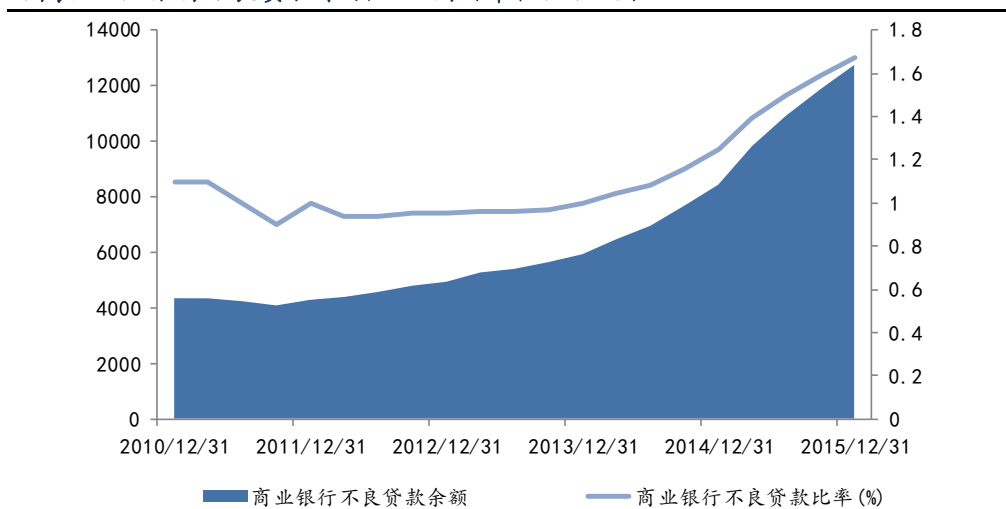


资料来源：东兴证券，东吴证券研究所

3.2. AMC 行业步入黄金时代，公司面临更多机遇

不良资产规模提升，AMC 蓄势待发。2014 年以来，我国进入新一轮商业银行不良贷款爆发期，不良贷款规模激增，不良率显著上升。为降低银行不良率，防止系统性风险的爆发，维护金融系统的稳定性，债转股、不良债权转让等一系列创新处置方法重新启动，AMC 行业站上风口。作为“四大”之一的东方资产将迎风起舞，旗下唯一上市平台东兴证券也将受益。

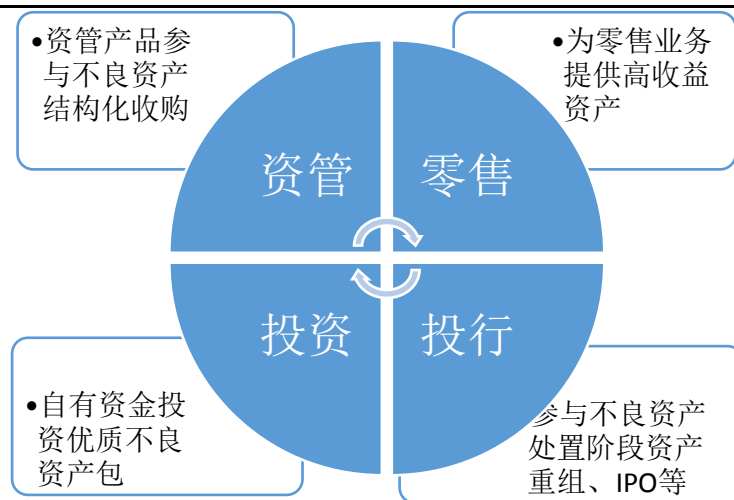
图表 12：银行不良贷款余额及比例（单位：亿元）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

公司投行、资管、自营等诸多方面均将受益于集团不良资产管理业务的快速扩张。在不良资产批量收购阶段，公司的资管产品可以参与到东方资管的结构化收购业务当中，一方面可以为证券公司资管产品寻求高收益产品，另一方面扩充了集团批量收购业务的资金实力。另外，部分优质的不良资产包，东兴证券有望利用自有资金参与其中，获取高额稳定收益。在不良资产处置阶段，东方资管 AMC 项目的资产重组、并购以及上市退出等投行业务都将向东兴证券倾斜。

图表 13：公司四大板块将受益集团 AMC 业务的高速发展



资料来源：东吴证券研究所

3.3. 大股东旗下金融资源丰富，有望实现业务协同

完成收购大连银行，控股股东升级为“资管+银保”双轮驱动，带来更多业务协同机会。2016 年上半年，控股股东东方资产斥资 180 亿完成对大连银行的收购，成为全牌照的金融控股集团，将从“资管+保险”双驱动升级为“资管+银保”双驱动。未来二至三年内，东方资产将致力于大连银行的上市。全牌照金融控股集团的形成将为公司提供多方位，多元化，多途径的金融资源，带来更多发展机会。

增设综合计划与战略协调部，推进集团内部与公司的业务协同。为适应改制需要，东方资产已基本完成母公司组织架构的调整，还增设了综合计划与战略协调部，推动集团战略协同有序深化，并将加大集团各单位与东兴证券的业务协同力度作为该部的一项重要工作。

借力“东方汇”，互联网金融业务有望实现新的跨越。“东方汇”系东方资产旗下综合型互联网平台，是四大 AMC 中最早组建的互联网金融资产交易的平台，由东方资产全资子公司邦信金融搭建并运营。东方汇基于国内最大的连锁小贷邦信小贷，以 O2O 模式开展 P2P 业务，依托母集团东方资产，搭建互联网金融超市，打造综合性金融交易平台。截至 2016 年 6 月 24 日，平台注册用户量已突破 34 万人，累计交易规模突破 148 亿元，已与东方资产旗下 24 家邦信小贷公司合作，覆盖全国 50 多个城市，投放 P2P 理财项目 300 个。与东兴证券也将在信保服务、产品合作

研发等方面开展深度合作，有望助力公司互联网金融业务发展。

4. 投资建议：“买入”评级

公司系 AMC 旗下唯一上市券商，将受益于 AMC 行业的快速扩张和发展；公司作为东方资管旗下唯一的上市平台，战略地位显著，未来将受益于集团层面丰富的金融资源协同；公司 80 亿定增整装待发，增量资金有望大幅提升公司的净资本实力，夯实公司长期发展的基石。看好公司的长期发展及短期催化，预计公司 16-18 年 EPS 为 0.62、0.71、0.82 元，对应 PE 为 38、33 和 29 倍。

5. 风险提示：

- 1) 股市下调带来的系统性风险；
- 2) 佣金率下滑超预期；

图表 14：东兴证券盈利预测与估值

单位：百万元	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	2034	2598	5357	3927	4518	5196
手续费及佣金净收入	1079	1475	3663	2694	2953	3241
其中：代理买卖证券业务净收入	777	1043	2441	1299	1366	1434
证券承销业务净收入	189	228	701	829	951	1102
委托管理资产业务净收入	110	187	497	566	636	705
投资净收益	1094	1219	1897	1518	1821	2185
二、营业支出	1242	1331	2828	1867	2148	2470
业务及管理费	766	1085	1122	2277	1571	1807
三、营业利润	792	1267	2529	2060	2370	2726
归属母公司净利润	668	1041	2044	1545	1777	2044
业绩增速	30%	56%	96%	-24%	15%	15%
EPS（元）	0.33	0.52	0.84	0.62	0.71	0.82
BVPS（元）	3.02	3.71	5.43	5.74	6.09	6.50
ROE	11.0%	14.0%	15.5%	10.7%	11.6%	12.6%
PE	70.00	44.99	27.80	37.85	32.90	28.60
PB	7.73	6.29	4.30	4.07	3.83	3.59

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>