

**评级: 买入(维持)**

市场价格: 12.69

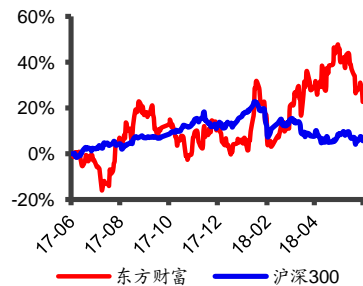
分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	4153
流通股本(百万股)	4153
市价(元)	12.69
市值(亿元)	656
流通市值(亿元)	656

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 竞争环境大幅改善-政策分析(1)

**公司盈利预测及估值**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,351.8	2,546.8	3,818.2	5,371.6	7,030.6
增长率(%)	-19.6%	8.3%	49.9%	40.7%	30.9%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,395.7	1,996.6	2,675.0
增长率(%)	-61.4%	-10.8%	119.1%	43.1%	34.0%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.33	0.47	0.62
每股现金流量	-0.37	0.52	-0.06	-0.10	0.45
净资产收益率	5.6%	4.3%	9.5%	12.2%	14.4%
P/E	91.9	103.0	39.0	27.3	20.3
PEG	2.2	1.7	-4.3	0.7	0.3
P/B	5.1	4.5	3.7	3.3	2.9

备注:

**投资要点**

- 政策: 《证券公司股权管理规定》公开征求意见。**2018年3月30日,证监会就《证券公司股权管理规定》公开征求意见,意见反馈截止时间为4月29日。该管理规定对证券公司股东(包括持股5%以下股东、5%以上股东、主要股东和控股股东),进行了明确规定。其中证券公司控股股东的资质条件包括: 1) 净资产不低于人民币1000亿元。2) 主业具备持续盈利能力,最近5年原则上连续盈利,最近3年主营业务收入累计不低于人民币1000亿元,主业净利润占净利润比例不低于50%;入股证券公司有利于服务主业发展,与其长期战略协调一致。另外,对非金融机构拟入股证券公司,还应当符合下列要求: 1) 符合《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》。2) 单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例不得超过1/3。
- 政策解读: 提高证券公司股东准入门槛。**我们认为,此次证券公司股权管理规定的核心是加强证券公司股东股权管理,进一步提高证券公司股东准入门槛,规范民营金控平台。(1)从控股股东指标来看,符合以上“双千亿”(净资产不低于1000亿元,3年收入累计不低于1000亿元)的券商的控股股东少之又少。根据2017年年报数据,A上市公司中净资产超过1000亿元的公司有41家,基本都是央企或者国企。可见,即使按照净资产这一项指标,可以成为券商控股股东的上市公司非常有限。而现有券商的控股股东中,三年累计收入超过1000亿元的公司也非常少。(2)规范民营企业金控平台。之前民营企业通过各种方式来收集金融牌照,打造金控平台,也因此出现了不少扰乱金融市场的案例。此次规定使得之前试图通过分散股权、借道外部资金走通道的民营资本,将彻底失去拿牌照的资格。(3)对于现有的证券公司而言,其控股股东完全符合以上标准的也非常少,该政策的执行是否新老划断或者设置过渡期,需要我们进一步观察。但可以确定的是,券商控股股东准入门槛在显著提升,一般民企成为券商控股股东的可能性变得更小。
- BAT 券商布局情况。**目前BAT在证券公司业务的相关布局:(1)阿里:2015年6月,马云旗下的云锋控股(马云持股29.85%)通过其附属公司Jade Passion(云锋控股持有其73.21%的股份)斥资26.85亿港元收购瑞东集团(后改名为云锋金融)56%的股份。云锋金融的主要业务为证券经纪、证券承销及配售等。2016年,云锋金融在内地设立证券公司云锋证券,目前还没有拿到券商牌照。另外,根据界面新闻信息,2015年蚂蚁金服曾试图收购德邦证券,但被搁置。(2)腾讯:腾讯在券商业务的投资布局包括:2017年6月,腾讯领投富途证券1.455亿美元C轮融资,这是腾讯继A、B轮融资后,再一次追加对富途证券的投资。2017年9月,腾讯入股中金公司,持有其4.95%的股权。(3)百度:目前百度在券商领域还没有体现出比较清晰的模式。可见,BAT目前还没有对证券公司形成控股股东的角色。
- BAT 布局券商对东财影响的分析。**未来BAT会不会拿到券商牌照进入到证券领域?当然分析这个问题是因为,我们在考虑如果BAT进入券商领域,是否会削弱东方财富的流量优势。对此,我们分成两个层次来分析。第一,在《证券公司股权管理规定》下,券商控股股东的门槛在提高。即使企业在净资产和收入指标方面符合规定,但仍有其他标准的限制,比如“主业净利润占净利润比例不低于50%;入股证券公司有利于服务主业发展,以及单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例不得超过1/3等”。第二,即使BAT进入到券商领域,能否对东方财富的证券业务形成威胁,目前不得而知。但我们认为,这种影响没有想象中大。(1)互联网巨头的流量和入口优势,可能在标准化业务或者客户难易区分差异化(难易分层)的领域,体现的更为明显。但对于证券业务和服务而言,其更加强调个性化和定制化,针对不同的客户群体提供不同的

证券服务内容。(2) 流量是获取客户的第一步，能否留存用户进而粘住客户，才是决定业务发展壮大的核心。对于金融业务而言，这其中的决定因子就是各家机构所提供的金融服务的专业化程度。在这方面，我们认为，东方财富更具有优势。(3) 对于证券用户的获取和服务，不仅需要线上的流量用户资源，线下服务网点的铺设也是必备。也就是说，单纯的互联网流量不是决定业务成功的唯一因素。(4) 在客户群体方面，BAT 更加擅长留存和经营金融专业性较弱、客户金融属性分层不明显的用户。而东财通过股吧、天天基金吧已经留存了大量的金融专业性相对较强的用户，而且在客户分层方面，东财通过多年专业的积累，其优势更加明显。

- **现有券商中，东财的互联网基因和 IT 属性最强。**我们认为，如果《证券公司股权管理规定》后续得到实施，东方财富有望获得更好的发展环境。(1) 在现有的券商中，东方财富的互联网基因最强。根据易观数据，2018 年 2 月，东方财富 APP 月度活跃用户规模为 1106 万人，仍处于同比增长状态。(2) 东方财富的流量经营实力已经得到验证。2015 年基金销售业绩的高速增长，以及目前东财经纪业务市场份额的快速提升，都是东财在流量经营方面所展现出来的实力。(3) IT 技术基因。我们认为 IT 技术基因并不是停留在表面的 IT 人员规模，而是在 IT 技术的迭代速度方面。这也是东财相比其他券商重要的不同点。(4) 产品化能力。东财在 PC 和移动端打造的多条产品线，都已经获取了海量用户，其产品已覆盖资讯、社交、理财、交易和决策多个证券服务环节。我们认为，一家 IT 公司的产品化能力具有继承性，在不同的金融服务环节，东财的产品化能力都有望能够得到充分体现。
- **盈利预测与投资建议。**我们认为，在金融监管政策逐步实施的背景下，东方财富面临的竞争环境在逐步改善。公司的互联网基因和 IT 技术基因，有望继续推动公司业务快速发展。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 13.96 亿元、19.97 亿元、26.75 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.47 元、0.62 元，对应 PE 分别为 39 倍、27 倍、20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**政策执行效果低于预期的风险；证券业务进展低于预期的风险。

图表 1: 公司主要财务数据

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,546.8	3,818.2	5,371.6	7,030.6	净利润	634.8	1,395.7	1,996.6	2,675.0
减:营业成本	397.0	369.4	484.2	671.6	加:折旧和摊销	216.1	201.2	201.2	197.9
营业税费	26.9	61.3	87.1	100.4	资产减值准备	81.4	-	-	-
销售费用	315.8	330.5	472.2	594.0	公允价值变动损失	21.8	-82.5	-43.8	56.7
管理费用	1,283.3	1,656.0	2,357.1	3,067.2	财务费用	202.0	-51.5	-69.9	-75.2
财务费用	-32.3	-51.5	-69.9	-75.2	投资收益	-85.8	-94.9	-113.6	-136.4
资产减值损失	81.4	38.9	45.9	55.4	少数股东损益	-2.1	-2.4	-4.5	-6.4
加:公允价值变动收益	-21.8	-82.5	-43.8	56.7	营运资金的变动	-12,336.6	4,897.7	-3,339.5	-1,242.2
投资和汇兑收益	200.0	94.9	113.6	136.2	<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-6,159.9</b>	<b>6,263.2</b>	<b>-1,373.6</b>	<b>1,469.3</b>
<b>营业利润</b>	<b>676.4</b>	<b>1,425.8</b>	<b>2,064.8</b>	<b>2,810.1</b>	<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-69.6</b>	<b>257.1</b>	<b>201.8</b>	<b>23.5</b>
加:营业外净收支	2.7	64.5	66.0	44.4	<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>8,894.3</b>	<b>-6,817.2</b>	<b>644.0</b>	<b>807.9</b>
<b>利润总额</b>	<b>679.1</b>	<b>1,490.4</b>	<b>2,130.9</b>	<b>2,854.5</b>	<b>现金净流量</b>	<b>2,667.2</b>	<b>-295.1</b>	<b>-525.2</b>	<b>2,303.0</b>
减:所得税	44.2	97.1	138.8	186.0					
<b>净利润</b>	<b>636.9</b>	<b>1,395.7</b>	<b>1,996.6</b>	<b>2,675.0</b>					

资产负债表 (百万元)					财务指标				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,080.3	11,783.4	11,255.7	13,556.4	<b>成长性</b>				
交易性金融资产	2,668.8	2,586.3	2,542.5	2,599.2	营业收入增长率	8.3%	49.9%	40.7%	30.9%
应收帐款	2,624.8	3,182.9	5,605.4	6,008.6	营业利润增长率	1.4%	110.8%	44.8%	36.1%
应收票据	-	-	-	-	净利润增长率	-10.8%	119.1%	43.1%	34.0%
预付帐款	56.7	60.6	104.5	112.9	EBITDA增长率	13.3%	92.0%	39.4%	33.5%
存货	142.2	137.4	102.7	247.8	EBIT增长率	3.3%	121.5%	45.2%	37.1%
其他流动资产	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0	净资产增长率	14.4%	-0.1%	11.4%	13.9%
可供出售金融资产	90.0	94.8	93.8	92.9	<b>利润率</b>				
持有至到期投资	-	-	-	-	毛利率	84.4%	90.3%	91.0%	90.4%
长期股权投资	410.4	410.4	410.4	410.4	营业利润率	26.6%	37.3%	38.4%	40.0%
投资性房地产	-	-	-	-	净利率	25.0%	36.6%	37.2%	38.0%
固定资产	1,761.3	1,584.3	1,407.3	1,230.3	EBITDA/营业收入	32.2%	41.3%	40.9%	41.7%
在建工程	43.8	43.8	43.8	43.8	EBIT/营业收入	24.4%	36.0%	37.1%	38.9%
无形资产	69.2	45.0	20.9	-	<b>运营效率</b>				
其他非流动资产	3,127.1	3,074.8	3,064.4	3,045.7	固定资产周转天数	250	158	100	68
<b>资产总额</b>	<b>41,844.8</b>	<b>33,363.9</b>	<b>37,235.3</b>	<b>41,252.7</b>	流动资产周转天数	4,098	3,038	2,021	1,757
短期债务	298.0	-	-	-	应收帐款周转天数	324	274	294	297
应付帐款	969.2	608.3	1,704.3	1,370.9	存货周转天数	20	13	8	9
应付票据	-	-	-	-	总资产周转天数	4,865	3,546	2,366	2,009
其他流动负债	20,477.1	16,003.4	16,585.2	17,896.2	投资资本周转天数	792	562	336	365
长期借款	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
其他非流动负债	5,420.0	2,086.1	2,607.4	3,371.2	ROE	4.3%	9.5%	12.2%	14.4%
<b>负债总额</b>	<b>27,164.3</b>	<b>18,697.9</b>	<b>20,896.9</b>	<b>22,638.3</b>	ROA	1.5%	4.2%	5.3%	6.5%
<b>少数股东权益</b>	<b>2.6</b>	<b>0.2</b>	<b>-4.3</b>	<b>-10.8</b>	ROIC	22.2%	15.1%	54.2%	38.8%
股本	4,288.8	4,288.8	4,288.8	4,288.8	<b>费用率</b>				
留存收益	9,178.6	10,377.1	12,053.9	14,336.4	销售费用率	12.4%	8.7%	8.8%	8.4%
<b>股东权益</b>	<b>14,680.4</b>	<b>14,666.0</b>	<b>16,338.3</b>	<b>18,614.4</b>	管理费用率	50.4%	43.4%	43.9%	43.6%
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>41,844.8</b>	<b>33,363.9</b>	<b>37,235.3</b>	<b>41,252.7</b>	财务费用率	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.1%
					三费/营业收入	61.5%	50.7%	51.4%	51.0%

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**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。