

东方财富(300059)/计算机
公募牌照获批, 开启财富管理之路
评级: 买入(维持)
市场价格: 10.56
分析师: 谢春生
执业证书编号: S0740518010002
Email: xiecs@r.qizq.com.cn
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	3,436.3	5,244.3	6,871.2
增长率(%)	-19.6%	8.3%	34.9%	52.6%	31.0%
净利润(百万元)	713.8	636.9	1,237.6	1,952.6	2,618.8
增长率(%)	-61.4%	-10.8%	94.3%	57.8%	34.1%
每股收益(元)	0.14	0.12	0.24	0.38	0.51
每股现金流量	-0.37	0.52	0.19	-0.28	0.61
净资产收益率	5.6%	4.3%	8.0%	11.5%	13.6%
P/E	76.5	85.7	44.1	28.0	20.8
PEG	1.9	1.4	-3.5	0.7	0.3
P/B	4.3	3.7	3.5	3.2	2.8

备注:

投资要点

公司公告, 公司子公司东方财富证券收到证监会批复, 核准设立西藏东财基金管理有限公司。这就意味着东财正式获得公募基金牌照。东财基金注册地为西藏自治区拉萨市, 注册资本 2 亿元, 由东方财富证券独自 100% 出资。

■ **解读一: 三年多的公募牌照申请之路。**东财公募牌照申请的时间点可以追溯到 2015 年。根据公司公告信息, 2015 年 5 月 17 日, 公司第三届董事会审议通过了关于成立基金管理公司的议案。而在 2015 年上半年这个时间点, 当时东财还没有完成对同信证券的收购(东方财富证券的前身)。根据公开信息, 2015 年 4 月 16 日, 公司发布收购同信证券的董事会预案, 2015 年 12 月 25 日, 东财完成对同信证券的收购。可以看出, 金融全牌照运营是公司自始至终的一个战略规划。

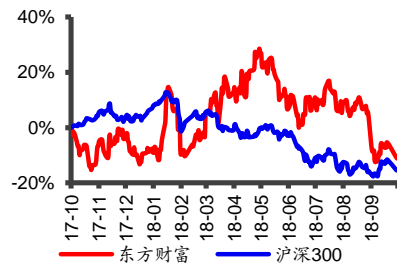
■ **解读二: 财富管理之路开启。**公募牌照的获得有望加快东财财富管理业务战略的演进进程。我们认为, 从目前产业发展逻辑和趋势来看, 财富管理可能是东财追求的最终业务形态。这一点我们从海外券商的发展历程已看的比较清楚, 无论是创新券商的嘉信理财, 还是传统老牌券商瑞银集团, 都非常重视财富管理业务。包括国内的传统券商, 比如华泰证券、中金证券等也都在加大对财富管理业务的投入。我们一直认为, 东财业务的发展逻辑: 从互联网金融信息平台, 到互联网券商平台, 再到财富管理平台; 互联网流量是穿透三大战略业务的主线, 始终定位“平台”。这是东财与传统金融机构(包括券商和基金公司)的不同, 也是东财的优势。而随着东财基金牌照的获得, 东财的财富管理业务有望获得快速发展。

■ **解读三: 产品定位: 指数基金。**我们认为, 东财基金的产品定位可能更加偏向于被动型的标准化基金产品, 比如指数基金; 其重心可能并不会放在主动型产品, 因为这是传统基金公司的优势(需要强大的投研团队支持)。而指数基金标品能够最大化发挥东财的流量优势。从国内基金产业发展趋势来看, 指数基金有很大的发展潜力。(1)从指数基金规模占比来看, 根据 Wind 数据, 2017 年国内的指数基金规模占比大概 5% 左右, 而 2017 年美国指数基金(包括共同基金和 ETF)规模占比为 35% (2007 年占比 15%)。(2)从指数基金增速来看, 近十年美国指数基金规模增速大于主动型产品, 其中美国指数共同基金规模年均复合增速约为 12%, ETF 规模年均复合增速约为 15%, 均大于主动管理 3% 左右的年均增速。(3)从投资主体演变来看, 国内投资主体逐步走向机构化, 对于个体投资者而言, 指数基金更适合于投资大众 C 端个体的选择。(4)东财拥有强大的流量优势, 相比传统基金公司而言, 东财更容易触达到最终的 C 端用户, 也就是说距离 C 端用户更近。这种流量资源更有利于基金标品的销售。

■ **解读四: 覆盖基金完整产业链。**从基金产品产业链来看, 其涉及到了基金产品的设计、申请、募集(销售)、管理等多个环节。而在这个产业链条中, 基金公司需要支付比较大的一部分费用是给中间的销售渠道, 其中包括支付给渠道商的销售费用, 以及期间的管理费分成等。而东财能够覆盖整个基金产品的完整链条, 其在基金产品的运营方面有很大的灵活空间。相对于主动型基金产品, 指数基金的优势就是费用低廉, 因此, 对于指数基金而言, 费用因素更加关键。而相比于传统基金公司, 由于东财覆盖整个基金产品产业链, 其费用控制优势更加明显。

基本状况

总股本(百万股)	5168
流通股本(百万股)	4153
市价(元)	10.56
市值(亿元)	546
流通市值(亿元)	439

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 各项指标好于预期
- 2 18H1 净利增长 100%-127%, 收入环比或将持平
- 3 券商准入门槛提升, 流量优势更加明显-政策分析(2)

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，东财公募基金牌照的获得，有望进一步加快财富管理业务战略的演进速度。而由于东财拥有强大的 C 端流量优势，覆盖基金产品完整产业链，公募基金管理业务有望成为东财新的业务驱动。我们预计，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 12.38 亿元/19.53 亿元/26.19 亿元，EPS 分别为 0.24 元/0.38 元/0.51 元，目前股价对应的 PE 分别为 44 倍、28 倍、21 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**公募基金业务开展进度低于预期的风险；市场交易量继续下滑的风险；基金销售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)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,546.8	3,436.3	5,244.3	6,871.2
减:营业成本	397.0	364.9	477.9	662.3
营业税费	26.9	55.2	85.1	98.1
销售费用	315.8	297.5	461.0	580.6
管理费用	1,283.3	1,490.4	2,301.2	2,997.7
财务费用	-32.3	-55.3	-74.8	-80.0
资产减值损失	81.4	38.9	45.9	55.4
加:公允价值变动收益	-21.8	-82.5	-43.8	56.7
投资和汇兑收益	200.0	94.9	113.6	136.2
营业利润	676.4	1,257.1	2,017.9	2,750.1
加:营业外净收支	2.7	64.5	66.0	44.4
利润总额	679.1	1,321.6	2,083.9	2,794.6
减:所得税	44.2	86.1	135.8	182.1
净利润	636.9	1,237.6	1,952.6	2,618.8

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	12,080.3	13,048.7	11,611.0	14,779.1
交易性金融资产	2,668.8	2,586.3	2,542.5	2,599.2
应收账款	2,624.8	2,602.0	5,978.1	5,372.7
应收票据	-	-	-	-
预付账款	56.7	59.2	103.8	110.6
存货	142.2	135.7	101.3	244.4
其他流动资产	18,767.3	10,359.0	12,582.5	13,903.0
可供出售金融资产	90.0	94.8	93.8	92.9
持有至到期投资	-	-	-	-
长期股权投资	410.4	410.4	410.4	410.4
投资性房地产	-	-	-	-
固定资产	1,761.3	1,584.3	1,407.3	1,230.3
在建工程	43.8	43.8	43.8	43.8
无形资产	69.2	45.0	20.9	-
其他非流动资产	3,127.1	3,074.8	3,064.4	3,045.7
资产总额	41,844.8	34,045.1	37,961.2	41,833.8
短期债务	298.0	-	-	-
应付账款	969.2	589.0	1,693.4	1,339.1
应付票据	-	-	-	-
其他流动负债	20,477.1	15,959.4	16,614.3	17,849.2
长期借款	-	-	-	-
其他非流动负债	5,420.0	2,086.1	2,607.4	3,371.2
负债总额	27,164.3	18,634.6	20,915.2	22,559.5
少数股东权益	2.6	0.5	-4.0	-10.3
股本	4,288.8	5,168.2	5,168.2	5,168.2
留存收益	9,178.6	10,241.9	11,881.8	14,116.4
股东权益	14,680.4	15,410.6	17,046.0	19,274.3
负债和股东权益合计	41,844.8	34,045.1	37,961.2	41,833.8

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	634.8	1,237.6	1,952.6	2,618.8
加:折旧和摊销	216.1	201.2	201.2	197.9
资产减值准备	81.4	-	-	-
公允价值变动损失	21.8	-82.5	-43.8	56.7
财务费用	202.0	-55.3	-74.8	-80.0
投资收益	-85.8	-94.9	-113.6	-136.4
少数股东损益	-2.1	-2.1	-4.4	-6.3
营运资金的变动	-12,336.6	5,418.5	-4,212.7	-327.0
经营活动产生现金流量	-6,159.9	6,622.4	-2,295.5	2,323.7
投资活动产生现金流量	-69.6	257.1	201.8	23.5
融资活动产生现金流量	8,894.3	-5,911.0	655.9	820.9
现金净流量	2,667.2	970.2	-1,435.2	3,170.4

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长性				
营业收入增长率	8.3%	34.9%	52.6%	31.0%
营业利润增长率	1.4%	85.9%	60.5%	36.3%
净利润增长率	-10.8%	94.3%	57.8%	34.1%
EBITDA增长率	13.3%	71.0%	52.8%	33.7%
EBIT增长率	3.3%	93.7%	61.7%	37.4%
净资产增长率	14.4%	5.0%	10.6%	13.1%
利润率				
毛利率	84.4%	89.4%	90.9%	90.4%
营业利润率	26.6%	36.6%	38.5%	40.0%
净利润率	25.0%	36.0%	37.2%	38.1%
EBITDA/营业收入	32.2%	40.8%	40.9%	41.7%
EBIT/营业收入	24.4%	35.0%	37.1%	38.9%
运营效率				
固定资产周转天数	250	175	103	69
流动资产周转天数	4,098	3,412	2,118	1,832
应收账款周转天数	324	274	294	297
存货周转天数	20	15	8	9
总资产周转天数	4,865	3,975	2,471	2,090
投资资本周转天数	792	597	338	367
投资回报率				
ROE	4.3%	8.0%	11.5%	13.6%
ROA	1.5%	3.6%	5.1%	6.2%
ROIC	22.2%	13.2%	62.2%	36.0%
费用率				
销售费用率	12.4%	8.7%	8.8%	8.4%
管理费用率	50.4%	43.4%	43.9%	43.6%
财务费用率	-1.3%	-1.6%	-1.4%	-1.2%
三费/营业收入	61.5%	50.4%	51.2%	50.9%

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。