

东方财富(300059)/互联网

东财三季度环比分析

评级: 买入(维持)

市场价格: 12.97

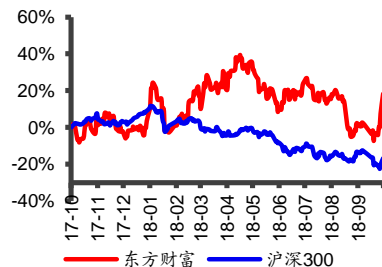
分析师: 谢春生

执业证书编号: S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	5168
流通股本(百万股)	4153
市价(元)	12.97
市值(亿元)	670
流通市值(亿元)	539

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 公募牌照获批, 开启财富管理之路
- 2 各项指标好于预期
- 3 18H1 净利增长 100%-127%, 收入环比或将持平

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	93.9	105.2	54.2	34.3	25.6
PEG	2.4	1.7	-4.3	0.9	0.4
P/B	5.2	4.6	4.3	3.9	3.5

备注:

投资要点

■ **业绩同比大幅增长。**公司发布三季度, 2018 年前三季度, 公司营业收入为 23.79 亿元, 同比增长 34.8%, 归母净利润为 8.0 亿元, 同比增长 75.0%, 扣非后归母净利润为 7.91 亿元, 同比增长 75.5%。从单季度来看, 2018 年 Q3 单季度, 公司营业收入为 7.44 亿元, 同比增长 10.8%, 归母净利润为 2.42 亿元, 同比增长 22.7%, 扣非后归母净利润为 2.41 亿元, 同比增长 23.7%。从以上我们可以看出, 无论是收入还是净利润, 无论是前三季度还是 Q3 单季度, 东财都表现出来一定的成长性, 前三季度业绩同比增速较为明显。公司业绩的影响因素包括: (1) 证券业务收入同比实现大幅增长; (2) 基金销售收入同比大幅增长; (3) 租赁费用带来的销售费用的同比增长, 可转债利息成本带来财务费用了的同比增长, 以及员工薪酬增加带来的管理费用的同比增长。

下面, 我们从季度环比的角度, 从几个维度对东财的季度报表进行解读。

■ **收入端分析。**总体情况: 2018Q3 单季度收入 7.44 亿元, 环比减少 8.4% (2018Q2 收入为 8.11 亿元), 归母净利润为 2.42 亿元, 环比减少 5.9% (2018Q2 归母净利润为 2.57 亿元)。虽然东财 18Q3 单季度收入和业绩环比下滑, 但我们认为个位数的下滑幅度, 明显好于市场预期。其实, 这也说明: 目前东财的业务架构和发展势头, 在一定程度上能够平滑市场波动带来的负面影响。下面我们将对三个核心业务: 经纪业务、两融业务、基金销售业务, 进行季度环比分析。

■ **收入分拆一: 证券经纪业务。**证券经纪业务收入的主要因素包括市场交易量、经纪业务市占率、交易费率。由于费率是一个相对比较稳定的变量。我们主要分析交易量和市占率。根据 Wind 数据, 18Q3 A 股成交量为 19.23 万亿元, 相比 18Q2, 环比下滑 20.1%。18Q3 单季度, 东财手续费佣金净收入为 2.81 亿元, 环比下降 3.6% (注: 经纪业务收入, 18Q1: 3.05 亿元, 18Q2: 2.92 亿元, 18Q3: 2.81 亿元)。

可以看出, (1) 东财经纪业务收入的环比下滑幅度比市场交易量的下滑幅度要小很多, 表明东财经纪业务市占率在不断提升。(2) 18Q2, A 股成交量为 24.07 亿元, 环比下滑 14.4%; 而 18Q2 经纪业务收入 2.92 亿元, 环比下降 4.5%。对比 18Q2, 我们会发现, 虽然 18Q3 市场交易量环比下滑幅度比 18Q2 大, 但 18Q3 东财经纪业务收入环比下滑幅度比 18Q2 小, 表明 18Q3 东财市占率提升的幅度有所加快。我们预计, 东财 9 月底经纪业务市占率或将在 2.6%-2.7% 左右。

■ **收入分拆二, 利息收入 (以融资融券业务为主)。**18Q3 单季度, 东财利息净收入为 1.49 亿元, 环比下降 15.0%。(注: 利息净收入, 18Q1: 1.50 亿元, 18Q2: 1.76 亿元, 18Q3: 1.49 亿元)。我们先看两融市场情况, 根据 Wind 数据, 18Q3 期末, 沪深两市两融余额为 8227 亿元, 相比 18Q2 期末, 环比下滑 10.5%。根据东财数据, 18Q3 期末两融余额为 87.85 亿元, 相比 18Q2 期末 (98.43 亿元), 环比下滑 10.7%, 下滑幅度基本与市场接近。

利息净收入除了来自两融业务产生的利息收入之外, 还包括买入返售资产的利息收入, 以及客户保证金利息收入等。其中, 买入返售金融资产的规模出现环比下降, 从 18Q2 期末的 54.69 亿元, 下降至 18Q3 期末的 19.27 亿元。我们认为, 这主要是东财对质押式回购业务规模进行主动收缩, 降低风险。可以看出, 为了规避短期市场波动带来的潜在风险, 公司对相关业务规模进行了主动性调整。

- **收入分拆三，基金销售业务。**18Q3 母公司收入为 3.09 亿元，环比下降 18.2%（母公司收入，18Q1: 3.63 亿元，18Q2: 3.77 亿元，18Q3: 3.09 亿元）；净利润为 0.55 亿元，环比下降 58.7%（母公司净利润，18Q1: 1.36 亿元，18Q2: 1.34 亿元，18Q3: 0.55 亿元）。

由于基金销售业务在母公司收入中占比较大（2018H1，基金销售业务占比为 82%），因此，我们就以母公司收入和利润变化趋势来代表基金销售业务的变化。18Q3 母公司收入环比下降 18.2%，我们认为其中一个原因是与基金管理费分成的收入有关，这部分收入在基金销售收入中占比相对较大。而这部分收入会受到基金规模的影响。根据 Wind 数据，18Q3 Wind 全 A 指数下滑幅度为 5%，受此影响，基金规模也呈现环比下降趋势。

18Q3 母公司净利润环比下滑 58.7%，下滑幅度较大。我们认为主要的影响因素包括：（1）投资收益的减少，18Q3 母公司投资收益为 636 万元，环比下滑 1643 万元；（2）费用率的提升。18Q3 母公司费用率为 50.5%，环比提升 8.3 个百分点，其中管理费用率和研发费用率合计提升 8.5 个百分点，销售费用率和财务费用率基本持平。

- **费用端分析。**18Q3 公司营业总成本为 5.27 亿元，环比下降 8.1%，销售费用 5560 万元，环比减少 13.5%，管理费用为 2.94 亿元，环比减少 14.8%，这其中主要是因为会计目录变更导致。由于在该季度报表中，研发费用作为单独目录披露，如果我们把研发费用还原到管理费用中，18Q3 管理费用和研发费用合计为 3.41 亿元，环比减少 1.1%。

从合并报表来看，18Q3 销售费用率为 7.5%，环比下降 0.4 个百分点，财务费用率为 4.5%，环比持平，管理费用和研发费用率合计为 45.9%，环比提升 3.4 个百分点。可见管理费用率提升幅度较大。

从母公司报表来看，18Q3 销售费用率为 10.6%，环比下降 0.3 个百分点，财务费用率 1.2%，环比提升 0.1 个百分点，管理费用率（包括研发费用）为 38.7%，环比提升 8.5 个百分点。

从证券子公司费用率来看，18Q3 销售费用率为 5.2%，环比下滑 0.1 个百分点，财务费用率为 6.8%，环比下滑 0.5 个百分点，管理费用率（包括研发费用）为 57.3%，环比提升 4.1 个百分点。

因此通过以上数据可以看出，（1）无论是母公司还是证券子公司，销售费用率和财务费用率保持稳定（波动都在一个百分点之内），在本期内，销售费用其中一部分体现为线下网点的租赁费用，财务费用主要体现为可转债的利息成本。（2）管理费用率环比上升幅度较大，我们认为，这主要与员工薪酬增加以及研发投入加大有关。

- **盈利预测与投资建议。**我们认为，东财的三季报说明一个情况：在市场大幅波动的情况下，东财的业务对市场的负面波动表现出较强的“免疫性”，表明目前东财的业务结构和业务发展趋势，已具备一定的抵抗市场风险的能力。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 54 倍、34 倍、26 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。**市场交易量下滑的风险；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。